

VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA
EKONOMICKÁ FAKULTA

KATEDRA FINANČÍ

Fundamentální analýza akcií společnosti Telefónica O2 Czech Republic, a.s.

Fundamental stock analysis of Telefónica O2 Czech Republic, a.s.

Student:	Bc. Kristýna Andrášková
Vedoucí diplomové práce:	Ing. Martina Novotná, Ph.D.

Ostrava 2012

VŠB - Technická univerzita Ostrava
Ekonomická fakulta
Katedra financí

Zadání diplomové práce

Student: **Bc. Kristýna Andrýsková**
Studijní program: **N6202 Hospodářská politika a správa**
Studijní obor: **6202T010 Finance**
Specializace: **00 Finance**
Téma: **Fundamentální analýza akcií společnosti Telefónica O2 Czech Republic, a.s.**
Fundamental Stock Analysis of Telefónica O2 Czech Republic, a.s.

Zásady pro vypracování:

1. Úvod
 2. Charakteristika analýz akciových instrumentů
 3. Aplikace zvolených metod fundamentální analýzy na vybraném podniku
 4. Srovnání dosažených výsledků a shrnutí
 5. Závěr
- Seznam použité literatury
Seznam zkratk
Prohlášení o využití výsledků diplomové práce
Seznam příloh
Přílohy

Seznam doporučené odborné literatury:


BODIE, Z., A. KANE a A. J. MARCUS. *Investments*. 9th ed. Boston: McGraw-Hill, 2011. 1056 s. ISBN 978-0073530703.
JÍLEK, Josef. *Akciové trhy a investování*. 1. vyd. Praha: Grada, 2009. 656 s. ISBN 978-80-247-2963-3.
MUSÍLEK, Petr. *Trhy cenných papírů*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2011. 520 s. ISBN 978-80-86929-70-5.

Formální náležitosti a rozsah diplomové práce stanoví pokyny pro vypracování zveřejněné na webových stránkách fakulty.


Vedoucí diplomové práce: **Ing. Martina Novotná, Ph.D.**

Datum zadání: 25.11.2011

Datum odevzdání: 27.04.2012


Ing. Iveta Ratmanová, Ph.D.
vedoucí katedry




prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová
děkanka fakulty

„Prohlašuji, že jsem celou práci, včetně všech příloh, vypracovala samostatně.“

V Ostravě dne 13. července 2012

.....

Bc. Kristýna Andrášková

Obsah

1	Úvod	5
2	Charakteristika analýz akciových instrumentů	7
2.1	Charakteristika fundamentální analýzy	7
2.2	Globální fundamentální analýza	9
2.3	Odvětvová fundamentální analýza	11
2.3.1	Životní cyklus odvětví	11
2.3.2	Citlivost odvětví na hospodářský cyklus	13
2.3.3	Tržní struktura odvětví	14
2.3.4	Regulace v odvětví	16
2.4	Firemní fundamentální analýza	16
2.4.1	Rentabilita	17
2.4.2	Likvidita	19
2.4.3	Zadluženost	19
2.4.4	Aktivita	21
2.4.5	Ukazatele kapitálového trhu	22
2.5	Metody stanovení vnitřní hodnoty akcie	23
2.5.1	Dividendové diskontní modely	24
2.5.2	Ziskové modely	26
2.5.3	Cash flow modely	28
2.5.4	Bilanční modely	29
2.5.5	Historické modely	31
2.5.6	Vstupní parametry	32
3	Aplikace zvolených metod fundamentální analýzy na vybraném podniku	36
3.1	Globální analýza	36
3.1.1	Úrokové sazby	36
3.1.2	Inflace	39
3.1.3	Hrubý domácí produkt	42
3.1.4	Peněžní zásoba	44
3.1.5	Fiskální politika	46
3.2	Odvětvová analýza	48
3.2.1	Telekomunikační trh v České republice	49
3.2.2	Regulace odvětví	52

3.3	Firemní analýza	52
3.3.1	Základní údaje o společnosti	53
3.3.2	Základní informace o akcích	54
3.3.3	Struktura akcionářů	58
3.3.4	Dividendová politika	59
3.3.5	Organizační struktura společnosti	61
3.3.6	Zaměstnanci	64
3.3.7	Rating	64
3.4	Finanční analýza	66
3.4.1	Rentabilita	66
3.4.2	Likvidita	67
3.4.3	Zadluženost	68
3.4.4	Aktivita	69
3.4.6	Analýza aktiv	72
3.4.7	Analýza pasiv	73
3.4.8	Analýza výkazu zisků a ztrát	74
3.4.9	Analýza cash flow	75
4	Srovnání dosažených výsledků a shrnutí	76
4.1	Stanovení vnitřní hodnoty akcie	76
4.1.1	Vstupní parametry	76
4.1.2	Ziskové modely	86
4.1.3	Cash flow modely	88
4.1.4	Bilanční modely	90
4.1.5	Historické modely	92
4.2	SWOT analýza	95
4.3	Shrnutí dosažených výsledků a investiční doporučení	96
5	Závěr	99
	Seznam použité literatury	101
	Seznam zkratek	104
	Prohlášení o využití výsledků diplomové práce	
	Seznam příloh	

1 Úvod

Převážná část subjektů v ekonomice má velmi často buď přebytek peněžních prostředků, nebo jejich nedostatek, přičemž systém finančních trhů umožňuje přemísťovat peněžní prostředky od přebytkových jednotek k deficitním, a to cestou obchodováním s finančními instrumenty, jako jsou např. akcie. Již po několik staletí lákají pohyby akciových instrumentů pozornost investorů a analytiků. Hlavním důvodem nákupu akcií je dosažení kapitálového zisku, přičemž analytici nebo investoři se tohoto cíle snaží dosáhnout hledáním podhodnocených akcií na akciovém trhu. Právě vidina dosažení zisku funguje jako magnet a přitahuje investory znovu a znovu na finanční trhy, nicméně je nutné si uvědomit, že zhodnocení volných finančních prostředků, respektive investování přináší i mnohá rizika, jako např. ztráty z nevhodné volby instrumentu. Analytici se snaží za pomoci rozsáhlého analytického aparátu na jedné straně vysvětlit minulé a současné pohyby akciových kurzů a na straně druhé, s využitím zjištěných poznatků, vytvořit co nejpřesnější prognózu budoucího vývoje těchto kurzů. Postupem času bylo vyvinuto široké spektrum metod a přístupů pro analýzu investičních instrumentů, mezi které patří i fundamentální analýza.

Cílem diplomové práce je výpočet vnitřní hodnoty akcie společnosti Telefónica Czech Republic, a.s. na základě vybraných metod a postupů fundamentální analýzy. Fundamentální analýza zkoumá faktory, které ovlivňují vývoj kurzu akcie na třech úrovních, a to globální, odvětvové a firemní, přičemž výsledkem je ocenění akcie společnosti, respektive stanovení její vnitřní hodnoty. Vnitřní hodnota akcie se následně porovnává s jejím aktuálním tržním kurzem, respektive cenou a zjišťuje se, zda je akcie nadhodnocená, podhodnocená, popřípadě správně oceněna. Prostřednictvím fundamentální analýzy je možné dále zhodnotit celkový současný stav a budoucí perspektivu společnosti.

Diplomová práce je rozdělena do pěti kapitol, přičemž první je úvod a poslední závěr. Ve druhé kapitole je objasněna samotná problematika fundamentální analýzy, respektive její postup. Fundamentální analýzu můžeme provádět jednak ze shora, tzn., že se postupuje od globální k odvětvové a nakonec k firemní analýze, nebo ji lze provádět ze zdola, v tom případě analytik postupuje opačným směrem. V našem případě byla provedena fundamentální analýza ze shora. Teoretická část tedy obsahuje charakteristiku jednotlivých částí fundamentální analýzy, jež jsou následně aplikovány na konkrétní vybranou společnost.

Třetí kapitola navazuje na teoretickou část, respektive jsou zde zpracovány všechny výše zmiňované části fundamentální analýzy.

Čtvrtá kapitola se soustřeďuje na stanovení vnitřní hodnoty akcie zvolené společnosti, a to na základě vybraných metod, mezi které patří ziskové modely, účetní modely, cash flow modely a historické modely. Výsledná vnitřní hodnota je následně porovnána s aktuálním tržním kurzem akcie. Závěrem práce je provedeno srovnání dosažených výsledků, ze kterého vychází investiční doporučení. Investiční doporučení tedy vychází z předchozích analýz, ze SWOT analýzy podniku a zjištěné vnitřní hodnoty akcie.

2 Charakteristika analýz akciových instrumentů

Akciové společnosti jsou v tržních ekonomikách převládající formou podnikání jak v odvětvích průmyslu, obchodu tak i peněžnictví. Akciová společnost, která je právnická osoba, má základní kapitál rozvržen na určitý počet akcií o určité jmenovité hodnotě. Hlavním důvodem nákupu akcií je dosažení kapitálového zisku, přičemž analytici nebo investoři se tohoto cíle snaží dosáhnout hledáním podhodnocených akcií na akciovém trhu.

Podle Veselé (2011) byly ke zkoumání a analyzování vývoje akciových kurzů vytvořeny tři zcela rozdílné analytické přístupy, mezi které patří:

- fundamentální analýza,
- technická analýza,
- psychologická analýza.

Tyto analytické přístupy předpokládají existenci špatně oceněných, tedy nadhodnocených či podhodnocených, akcií na trhu a z různých hledisek se snaží v kratším, či delším časovém horizontu o prognózu vývoje akciových kurzů.

Obliba jednotlivých druhů analýz se v průběhu let mění, avšak v posledních zhruba 30 letech právě fundamentální analýza drží prvenství jako nejoblíbenější, nejvšestrannější a nejvyužívanější analýza, neboť vliv fundamentálních faktorů na pohyby akciových kurzů je všeobecně uznáván. Technická analýza od 70. let minulého století, kdy zažívala svůj rozmach díky rozvoje výpočetní techniky, má spíše klesající tendenci. Co se týče psychologické analýzy, ta je považována spíše za doplňkovou a okrajovou analytickou metodu, neboť klade striktní požadavky na osobu analytika, a proto není vhodná pro každého.

Hlavní náplní této diplomové práce je právě fundamentální analýza, kterou se budeme zabývat podrobněji, jak v teoretické, tak i následně praktické části. Při zpracování této kapitoly se vycházelo převážně z publikací Veselé (2011), Musílka (2011) a Rejnuše (2010).

2.1 Charakteristika fundamentální analýzy

Podle Veselé (2011) představuje fundamentální akciová analýza (FA) nejkompexnějším a nejvyužívanějším analytickým přístupem zabývajícím se pohybem akciových kurzů a detailním zkoumáním ekonomických, politických, sociálních, geografických, demografických a dalších faktorů, které determinují vývoj akciových kurzů. Je

založena na předpokladu, že vnitřní hodnoty¹ akcií se liší od svých aktuálních tržních cen, a proto se v praxi používá při investičních rozhodnutích, neboli rozhodnutí o nákupu, prodeji, či držbě akcií.

Obr. 2.1: Vztah mezi vnitřní hodnotou akcie a jejím kurzem ve velmi krátkém období



Zdroj: Rejnuš, O. *Finanční trhy*. (2010, s. 220)

Fundamentální analýzu lze z hlediska charakteru zkoumaných faktorů provádět na třech úrovních, které jsou označovány jako:

- globální fundamentální analýza,
- odvětvovou fundamentální analýza,
- firemní fundamentální analýza (analýza jednotlivých titulů).

Cílem FA je pomocí různých modelů zjistit vnitřní hodnotu akcie, která se pak srovnává s tržní hodnotou akcie, přičemž tímto porovnáním zjistíme, zda je akcie nadhodnocená, podhodnocená či správně oceněna. Prostřednictvím FA můžeme dále zhodnotit současný stav a budoucí perspektivu společnosti. Fundamentální analýzu můžeme provádět jednak ze shora, tzn., že se postupuje v pořadí, v jakém byly jednotlivé úrovně FA uvedeny výše, nebo ji lze provádět ze zdola, v tom případě analytik postupuje opačným směrem.

Fundamentální analýza se opírá o účetní a statistická data a jejich prognózy týkající se jak samotné společnosti, tak i odvětví a ekonomiky. Z toho vyplývá, že hlavní překážkou správnosti FA mohou být právě data, které nemusejí být vždy spolehlivá. Výsledek FA také do značné míry ovlivňuje samotný analytik, a to svými zkušenostmi a subjektivními odhady.

¹ Podle O. Rejnuše (2010) lze „vnitřní hodnotu akcie“ definovat jako individuální názor kteréhokoliv účastníka akciového trhu na to, jaký by měl být tzv. „spravedlivý (akciový) kurz“, jehož hodnotu lze ve velmi krátkém období považovat za neměnnou, a lze ji tudíž porovnat s proměnným akciovým kurzem. Dle J. Veselého (2011) představuje vnitřní hodnota akcie jakousi „správnou cenu“, za kterou by se akcie měla v daném okamžiku z fundamentálního hlediska obchodovat.

2.2 Globální fundamentální analýza

Globální analýza posuzuje ekonomiku jako celek a zabývá se zkoumáním, případně kvantifikací vztahů mezi vývojem tzv. globálních, především makroekonomických agregátů a pohybem akciových kurzů. (O. Rejnuš 2010)

Veselá (2011) tvrdí, že vývoj akciových trhů ovlivňuje z makroekonomického pohledu řada faktorů, přičemž mezi nejvýznamnější patří reálný výstup ekonomiky, fiskální politika, peněžní nabídka, úrokové sazby, inflace, mezinárodní pohyb kapitálu, politické a ekonomické šoky apod.

Úrokové sazby

Změny úrokových sazeb jsou jedním z nejdůležitějších kurzotvorných faktorů, které ovlivňují akciové instrumenty, přičemž v zásadě platí, že růst úrokových sazeb vede k poklesu tržních cen akcií a naopak. Vliv úrokových sazeb je vysvětlován třemi způsoby.

Akciové kurzy odrážejí současnou hodnotu budoucích peněžních příjmů pro majitele akcie. Pro převádění budoucích příjmů na současnou hodnotu se používá diskontní faktor, kterým je požadovaná výnosová míra, přičemž tuto míru výrazně ovlivňuje právě úroková sazba. Neočekávané zvýšení úrokových sazeb vede k růstu požadované výnosové míry a ke snížení současné hodnoty budoucích příjmů akcionáře, což vede k poklesu akciových kurzů.

Druhým zdůvodněním je, že růst úrokových sazeb z dluhových instrumentů způsobuje odliv peněz z akciových trhů a příliv peněz na trhy dluhopisů, které mají vyšší výnosovou míru. Tím dochází k poklesu poptávky po akciích a zároveň k poklesu jejich ceny.

Posledním vysvětlením je, že vyšší úrokové sazby zvyšují náklady firem na jejich externí financování, což je provázeno snížením očekávání budoucích zisků a poklesem tržních cen akcií (Veselá, 2011; Rejnuš 2010).

Inflace

Akcie jsou často považovány za instrumenty představující dobré zajištění proti inflačnímu znehodnocení, avšak provedené výzkumy prokázaly, že akcie většinou nejsou schopny v prostředí inflace dlouhodobě udržet svoji reálnou hodnotu, neboť inflace negativně ovlivňuje výnosovou míru akcií. Inflace má také negativní dopad na akciové kurzy prostřednictvím úrokových sazeb, které při zvýšení inflace rovněž rostou (Rejnuš, 2010).

Reálný výstup ekonomiky

Vývoj akciových trhů ovlivňuje jak vývoj ekonomiky příslušného státu, tak i vývoj světové ekonomiky, z čehož vyplývá, že akciové kurzy reagují svými růsty na probíhající hospodářské výkyvy. Z dlouhodobého hlediska lze však říci, že kolísání akciových kurzů probíhá kolem základního trendového vývoje, který je možné vyčíslit jako dlouhodobý několikaprocentní roční hospodářský růst, jenž je způsobený postupným růstem ekonomické úrovně příslušné ekonomiky. Z hlediska střednědobého vazba mezi vývojem akciových kurzů a hospodářskými výsledky příslušné ekonomiky již tak pevná není, protože vývoj akciových kurzů zpravidla předbíhá o několik let vývoj ekonomiky a tím se stává indikátorem dalšího ekonomického vývoje.

Změny akciových kurzů způsobují, jak změny spotřebitelského, tak i změny podnikatelského chování a rozhodování o výdajích jednotlivých ekonomických subjektů, neboť ovlivňují poptávku po zboží, službách a výrobních faktorech a tím pádem ovlivňují i budoucí vývoj ekonomiky (Rejnuš, 2010; Veselá, 2011).

Peněžní zásoba

Vývoj akciových kurzů pozitivně ovlivňuje peněžní nabídku, a to třemi způsoby. Při růstu peněžní nabídky a konstantní poptávky po penězích začnou investoři své dodatečné peněžní prostředky investovat částečně i na akciových trzích, což způsobí růst poptávky po akciích a zároveň růst akciových kurzů. Tento přímý vliv peněz se nazývá efekt likvidity.

Druhý způsob vysvětlení je založen na předpokladu, že růst peněžní nabídky nejdříve povzbudí investory nakupovat více dluhopisů, což způsobí zvýšení jejich cen. Ten se ovšem vzápětí projeví v poklesu výkonnosti a způsobí tak růst přitažlivosti alternativních aktiv, jako jsou akcie. Následkem toho dojde ke zvýšení poptávky po akciích a růstu jejich tržních cen.

Třetí vysvětlení vychází z toho, že zvýšení peněžní nabídky způsobí pokles úrokových sazeb, které sníží náklady na získání cizího kapitálu a tím podnítl investiční aktivitu firem, která zvýší zisky, v budoucnu vyplácené dividendy a tržní ceny akcií (Rejnuš, 2010).

Fiskální politika

Fiskální politika, která představuje správu a řízení příjmů, výdajů a dluhu vlády daného státu, může akciové kury ovlivnit jak pozitivně, tak i negativně. V případě, že dojde ke zvýšení daně z příjmů, dojde ke snížení hrubých zisků firem, což se také negativně promítá do výše vyplácených dividend a omezuje možnosti dalšího rozvoje akciových společností. Tím dochází k poklesu atraktivnosti akcií a zároveň ke snižování jejich tržních cen.

Výdajová politika vlády může mít na ceny akcií pozitivní i negativní vliv. Pozitivní vliv má v tom případě, když jsou výdaje použity na nákup produktů a služeb příslušných akciových společností. Naopak negativní vliv může způsobit zvyšující se rozpočtový deficit, který musí být pak financován emisemi vládních dluhopisů, což vede postupně ke zvyšování úrokových sazeb (Rejnuš, 2010; Musílek, 2011).

Mezinárodní pohyb kapitálu

Pohyb zahraničního kapitálu nejvíce ovlivňuje trhy s nižší likviditou, přičemž typickým představitelem těchto trhů jsou tzv. emerging markets. Příliv zahraničního kapitálu na tyto mladé rozvíjející se trhy zpravidla razantně podnítl poptávku po akciích, což způsobí vzestup akciových kurzů (Veselá 2011).

Politické a ekonomické šoky

Politické a ekonomické šoky představují nečekané významné události, které nepříznivě ovlivňují fungování ekonomiky, čímž způsobují, i když zpravidla jen dočasně, pokles tržních cen většiny finančních investičních instrumentů, především pak akcií. Mezi ekonomické šoky patří např. ropné šoky, obchodní a cenové války, vznik hyperinflace, nebo výrazné změny devizových kurzů nejdůležitějších světových měn. Politickými šoky mohou být válečné konflikty, demise vlád, revoluce a v neposlední řadě i nečekané volební výsledky (Rejnuš 2010).

2.3 Odvětvová fundamentální analýza

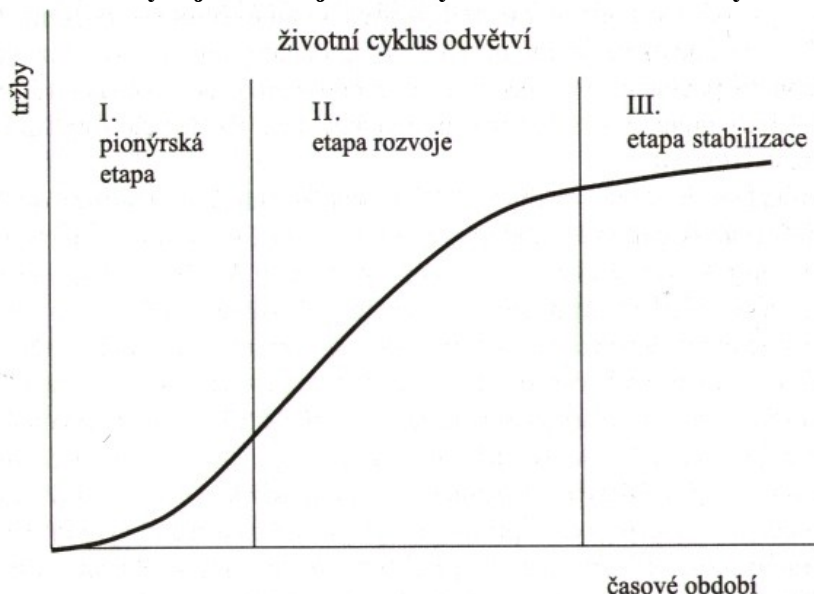
Odvětvová analýza se zaměřuje na identifikaci charakteristických znaků a specifík odvětví, ve kterém daná společnost působí. Jednotlivá odvětví nejsou stejně citlivá na celkový vývoj ekonomiky, neboť u nich existuje různá míra zisku, vyskytuje se rozdílná regulace státem, také perspektiva dalšího rozvoje se u každého podniku liší. Mezi nejdůležitější odvětvové faktory patří životní cyklus odvětví, citlivost odvětví na hospodářský cyklus, tržní struktura odvětví, a způsoby státní regulace v odvětví (Veselá, 2011; Rejnuš 2010).

2.3.1 Životní cyklus odvětví

Dle Veselé (2011) představuje životní cyklus odvětví sled určitých vývojových fází, kterými odvětví od svého vzniku prochází. Zisky, tržby i akciové kurzy vykazují

v jednotlivých fázích životního cyklu zcela odlišný vývoj. Následující obr. 2.2 zachycuje vývoj tržeb v jednotlivých fázích životního cyklu odvětví.

Obr. 2.2: Vývoj tržeb v jednotlivých fázích životního cyklu odvětví



Zdroj: Veselá, J. *Investování na kapitálových trzích*. (2011, s. 325)

Životní cyklus odvětví zahajuje vždy pionýrská etapa, která je charakteristická prudkým vzestupem poptávky po produktech firem v daném odvětví, neboť se jedná o zcela nové či zásadně inovované produkty. Rostoucí poptávka umožňuje firmám v odvětví dosahovat vysokých, někdy až nadprůměrných zisků. Na druhé straně však roste konkurence, která je v této fázi životního cyklu opravdu vysoká, a proto řada podniků tuto fázi nepřežije a zaniká. Tržby, zisky, vnitřní hodnota i akciové kurzy v této etapě vykazují značnou kolísavost, což velice komplikuje jejich analýzy a prognózy vývoje. Obecně lze říci, že investice do odvětví v této fázi vývoje přinášejí sice vysoké výnosy, ale s vysokým rizikem.

Druhá fáze životního cyklu odvětví se nazývá fáze rozvoje. V této etapě dochází k celkové stabilizaci, neboť firmy si budují svou pozici na trhu, rostou a expandují. Co se týče konkurence, ta zůstává stále vysoká, což může tlačit ceny produkce. Riziko spojené s investicí do tohoto odvětví je nižší než v první fázi, avšak je doprovázené nižším výnosem.

Poslední fáze životního cyklu je označována jako etapa stabilizace, přičemž tato fáze uzavírá životní cyklus odvětví. Tržby, zisky, vnitřní hodnoty i akciové kurzy jsou vysoce stabilní a firmy mají na trhu zavedené a silné postavení. Současně však dochází k poklesu průměrné výnosové míry i rizika v odvětví. Díky zastarávání dochází k poklesu cen vyráběné produkce, zisků i cen akcií, což je také důvod, proč některé firmy tyto odvětví opouštějí.

2.3.2 Citlivost odvětví na hospodářský cyklus

Každé odvětví reaguje na hospodářský cyklus jinak. Z hlediska citlivosti jednotlivých veličin, jako jsou tržby, zisky, vnitřní hodnoty a akciové kurzy, můžeme rozlišovat:

- cyklická odvětví,
- neutrální odvětví,
- anticyklická odvětví.

Pro cyklická odvětví je charakteristické, že dosahují velmi dobrých hospodářských výsledků v období expanze, zatímco v recesi se dostávají do problémů. Cyklické akciové společnosti více, či méně mírně předbíhají, nebo kopírují reálný vývoj ekonomiky, a to z důvodu, že tato odvětví produkují výrobky a služby, jejichž spotřebu může kupující odložit a realizovat až za zlepšené důchodové situace. Společnosti z cyklických odvětví, jichž je v ekonomice většina, tak v období recese velmi rychle ztrácejí svůj odbyt, což má negativní dopad jak na výši zisků, tak na kurzy jejich akcií. Mezi tyto odvětví patří např. stavebnictví, strojírenství, elektrotechnika, doprava, apod.

Neutrální odvětví jsou charakteristické tím, že nemají příliš úzký vztah k hospodářskému cyklu. Jedná se především o odvětví podporující nezbytné statky, jejichž koupi nelze dlouhodobě odložit, jako jsou potraviny nebo léky. Dále zde patří odvětví vyrábějící produkty s nízkou cenovou elasticitou, jako jsou cigarety, alkohol, nebo noviny.

Anticyklická odvětví vykazují opačný vývoj jak odvětví cyklická, tzn., že tyto odvětví vykazují velmi dobré hospodářské výsledky v období recese, ale slabší v období expanze. V období globální finanční krize se však prakticky žádná anticyklická odvětví neobjevila, neboť nepříznivý šok z této krize byl silnější než anticyklický efekt. Obecně mezi anticyklická odvětví patří odvětví, které vyrábějí produkt představující zastupitelný, levnější substitut oproti drahým produktům cyklických odvětví, které jsou ve fázi recese. Jako příklad můžeme uvést oblast volného času a zábavy, kde kabelová televize představovala alternativu drahému cestování.

Obecně je nejobtížnější analyzovat vývoj cyklického odvětví, neboť zde je vývoj tržeb a zisků v závislosti na hospodářském cyklu značně proměnlivý. Také co se týče akciových kurzů, nelze předpokládat, že budou dosahovat nejlepších výsledků po celou dobu fáze konjunktury (popř. recese), která může trvat i několik let. Některé odvětví totiž mají tendenci přinášet nejlepší výsledky na počátku fáze konjunktury (popř. recese), jiná v jejím středu a další v jejím závěru. Z tohoto důvodu můžeme rozlišovat akcie cyklické, defenzivní a růstové.

Cyklické akcie jsou nejvíce kolísavé, přičemž nejvyšších kurzových vzestupů dosahují zpravidla na počátku nebo v první polovině fáze konjunktury. Naopak k nejhlubším poklesům dochází obvykle na začátku nebo ve střední části fáze recese. Typickým znakem těchto akcií je hodnota beta faktoru větší než 1, což naznačuje, že se jedná o agresivní akcie, které rostou či klesají více než trh jako celek. Do této skupiny patří akcie firem vyrábějící spotřební statky dlouhodobé spotřeby, kapitálové statky, akcie těžkého průmyslu, energetiky, finančnictví nebo akcie dopravních společností.

Defenzivní akcie dosahují nejlepších výnosových výsledků buďto v závěrečné fázi vzestupného trendu nebo v počáteční fázi trendu sestupného. Reakce akcií na ekonomický vývoj však bývá mnohem méně intenzivní než u akcií cyklických. Jejich beta faktor bývá zpravidla menší než jedna, výjimečně i záporný. Mezi defenzivní akcie patří některé akcie firem, které produkují statky krátkodobé spotřeby nebo statky nezbytné. Dále akcie multinacionálních ropných společností, jejichž vývoj je výrazně ovlivněn cenovou politikou zemí OPEC².

Posledním typem jsou růstové akcie, které patří do odvětví vykazujících vysoce nadprůměrný růst tržeb a zisků, přičemž růstový potenciál těchto odvětví se promítá do vysokých hodnot ukazatelů P/E, P/BV a P/S ratio, respektive do vysoké vnitřní hodnoty akcií. Za růstové akcie jsou považovány akcie spotřebitelského průmyslu, růstové energetické akcie a akcie společností vyrábějících technologii pro kapitálové statky (Veselá, 2011; Musílek 2011).

2.3.3 Tržní struktura odvětví

Kolísavost tržeb, zisků a cen akcií podstatným způsobem ovlivňuje rovněž typ tržní struktury daného odvětví. V rámci tržní struktury, můžeme rozlišovat monopol, oligopol, nedokonalou konkurenci nebo dokonalou konkurenci.

Monopolní tržní struktura je charakteristická existencí jediné firmy v odvětví produkující daný výrobek či službu. Z důvodu velmi obtížně překonatelných nebo nepřekonatelných překážek, je vstupu dalších subjektů do odvětví zabráněno. Tím, že firma většinou nemá konkurenci, dosahuje nadprůměrných zisků, což způsobuje i růst cen jejich akcií. Mezi monopolní struktury patří např. odvětví poskytující poštovní služby, železnice, telekomunikace, výroba a rozvod plynu a elektrické energie.

² OPEC představuje organizaci zemí vyvážejících ropu.

Pokud v odvětví působí několik málo zhruba stejně silných firem, jedná se o oligopolní tržní strukturu. Tato struktura je charakteristická tím, že každá z firem zaujímá na trhu podstatný podíl, přičemž vstupu dalších firem do odvětví mohou bránit určité bariéry, jako např. udělení licence nebo patentu, které však lze překonat. Oligopolní společnosti zpravidla vykazují vysokou stabilitu tržeb a zisků, které mají pozitivní vliv na akciové kurzy. Patří zde např. odvětví bankovníctví, pojišťovnictví, automobilový průmysl, odvětví mobilních telefonních operátorů, letecká doprava, chemický průmysl, odvětví těžby ropy aj.

Pro tržní strukturu označovanou jako nedokonalá konkurence je typické, že v odvětví působí velké množství firem, což znamená, že žádná z firem nemá na trhu rozhodující postavení. Vstup nových firem do odvětví bývá omezen jen nepatrnými překážkami, které lze odstranit a překonat. Vývoj tržeb, zisků a akciových kurzů v této struktuře značně kolísá, přičemž kolísavost může být ještě umocněna cykličností daného odvětví, což velmi ztěžuje následnou prognózu těchto veličin. Patří zde např. firmy produkující zemědělské produkty nebo základní potraviny, odvětví pohostinství, kadeřnictví aj.

Poslední uváděnou strukturou je dokonalá konkurence, kde neexistují bariéry bránící vstupu do odvětví. Zisk dokonale konkurenčních firem závis na volně se měnící struktuře nabídky a poptávky po produktu. Tento typ struktury však v čisté podobě v reálném světě neexistuje (Veselá, 2011).

Následující obr. 2.3 zachycuje přehledně charakteristické rysy tržní struktury odvětví.

Obr. 2.3: Typy a charakteristické rysy tržní struktury odvětví

Typ tržní struktury odvětví	Počet firem v odvětví	Charakter vyráběného produktu	Překážky vstupu do odvětví	Způsob tvorby cen v odvětví
Monopol	Pouze jedna firma	Pouze jeden produkt	Téměř nepřekonatelné	Firma stanovuje cenu (price maker)
Oligopol	Několik málo firem	Identický nebo velmi málo diferencovaný	Existují překonatelné překážky	Cenu stanovuje několik firem
Nedokonalá konkurence	Více, mnoho	Diferencovaný, existují cenově blízké substituty	Nepatrné, snadno překonatelné překážky	Podíl na stanovení ceny je nepatrný
Dokonalá konkurence	Mnoho (malé, ekonomicky slabé)	Homogenní produkt	Žádné	Žádný vliv na cenu (price taker)

Zdroj: Veselá, J. *Investování na kapitálových trzích*. (2011, s. 331)

2.3.4 Regulace v odvětví

Regulace ze strany státu je rovněž významným odvětvovým faktorem, který ovlivňuje jak výši zisků a tržeb, tak i pohyby akciových kurzů, neboť každé odvětví v ekonomice je vystaveno nějaké formě regulace.

Negativní vliv na tržní ceny akcií má určování tzv. maximálních cen, neboť tato regulace ovlivňuje ziskovou marži firem. Jedná se o stanovení cenového stropu, kterým je určena horní mez pro pohyb cen jednotlivých poskytovaných výrobků a služeb. Na druhé straně je však nutno uvést, že pozitivním protikladem je nižší kolísání zisků firem, která se přelévá do stability akciových kurzů. Mezi typické příklady odvětví, kde často dochází k tomuto typu regulace, patří distribuce elektrické energie, plynu, vody nebo stanovení regulovaného nájemného.

Dalším typem regulace může být omezení vstupu do některého odvětví prostřednictvím udělování např. licenčních podmínek, čímž jsou zde působící firmy do jisté míry chráněny před vlivem konkurence. Jedná se tedy o faktor podporující růst cen jejich akcií. Udělování licencí limituje počet subjektů působících v daném odvětví, čímž napomáhá vzniku oligopolní struktury odvětví. Typickým příkladem je odvětví finančnictví, kam patří banky, obchodníci s cennými papíry, pojišťovny, fondy kolektivního investování a jiné.

Mezi státní zásahy, které pozitivně působí na ceny některých akcií, patří dotace a subvence. Naopak negativní vliv na akcie mohou mít takové vládní regulace, které vyvolávají dodatečné firemní náklady, což může být spojeno např. s ochranou životního prostředí.

2.4 Firemní fundamentální analýza

Firemní fundamentální analýza představuje třetí úroveň FA a zaměřuje se na ohodnocení podstatných firemních fundamentálních charakteristik a faktorů, které se týkají dané akcie a které ovlivňují a utvářejí vnitřní hodnotu této akcie (Veselá, 2011). Vyčíslení vnitřní hodnoty akcie, pomocí různých analytických metod, je hlavním cílem FA, neboť srovnání vnitřní hodnoty akcie s jejím aktuálním kurzem podává informaci o tom, zda je akcie nadhodnocená, podhodnocená či správně oceněná. Problematika jednotlivých metod výpočtu vnitřní hodnoty akcie je blíže specifikována v podkapitole 2.5. Součástí firemní FA je také finanční analýza, prostřednictvím které se zjišťuje finanční zdraví podniku, respektive se hodnotí firemní minulost, současnost a prognózuje se budoucí vývoj firmy.

Finanční analýza představuje systematický rozbor získaných dat, která jsou obsažena především v základních účetních výkazech, kam patří rozvaha, výkaz zisků a ztrát a výkaz cash flow. Hlavním smyslem finanční analýzy je připravit podklady pro kvalitní rozhodování o fungování podniku. Dobrá znalost finanční analýzy a účetních výkazů je předpokladem pro využití jednotlivých metod výpočtu vnitřní hodnoty akcie. Pro hodnocení finančního zdraví společnosti se používají především poměrové a absolutní ukazatele. Absolutní ukazatele vycházejí přímo z posuzování hodnot jednotlivých položek základních účetních výkazů. Poměrové ukazatele charakterizují vzájemný vztah mezi dvěma nebo více absolutními ukazateli pomocí jejich podílu, přičemž nejčastěji vycházejí ze základních účetních výkazů. Hodnota ukazatele pak vyjadřuje velikost ukazatele v čitateli na jednotku ukazatele ve jmenovateli. Pomocí poměrových ukazatelů se provádějí různá časová srovnání, průřezové a srovnávací analýzy apod. Mezi tyto ukazatele patří:

- ukazatele rentability,
- ukazatele likvidity,
- ukazatele zadluženosti,
- ukazatele aktivity,
- ukazatele kapitálového trhu.

2.4.1 Rentabilita

Rentabilita neboli výnosnost vloženého kapitálu je měřítkem schopnosti podniku vytvářet nové zdroje, dosahovat zisku použitím investovaného kapitálu. U těchto ukazatelů se nejčastěji vychází ze dvou základních účetních výkazů, kterými jsou výkaz zisků a ztrát a rozvaha. Ukazatele rentability slouží k hodnocení celkové efektivnosti dané činnosti a nejvíce zajímají akcionáře a potenciální investory. Rentabilitu můžeme rozlišit podle toho jaký typ kapitálu byl použit. Rozlišujeme tedy:

- rentabilita aktiv (ROA),
- rentabilita vlastního kapitálu (ROE),
- rentabilita dlouhodobých zdrojů (ROCE),
- rentabilita tržeb (ROS).

Rentabilita celkových vložených aktiv (ROA) odráží celkovou výnosnost kapitálu bez ohledu na to, z jakých zdrojů byly podnikatelské činnosti financovány. Jeho výsledná hodnota

udává, kolik Kč zisku připadá na 1 Kč celkového vloženého kapitálu. Čím je hodnota ukazatele vyšší, tím více podnik zhodnocuje vložený kapitál.

$$ROA = \frac{EAT}{aktiva}, \text{ kde } EAT \text{ je čistý zisk po zdanění.} \quad (2.1)$$

Rentabilita vlastního kapitálu (ROE) vyjadřuje výnosnost kapitálu vloženého akcionáři či vlastníky podniku. Jde o ukazatel, pomocí kterého mohou investoři zjistit, zda je jejich kapitál reprodukován s náležitou intenzitou odpovídající riziku investice. Růst tohoto ukazatele může znamenat zlepšení výsledku hospodaření, zmenšení podílu vlastního kapitálu ve firmě nebo taky pokles úročení cizího kapitálu. Je-li hodnota ukazatele trvale nižší než výnosnost cenných papírů garantovaných státem, je podnik fakticky odsouzen k zániku, neboť investoři nebudou do takového podniku vkládat své prostředky. Obecně platí, že by tento ukazatel měl být vyšší než je úroková míra bezrizikových cenných papírů.

$$ROE = \frac{EAT}{vlastní kapitál}, \text{ kde } EAT \text{ je čistý zisk po zdanění.} \quad (2.2)$$

Rentabilita dlouhodobých zdrojů (ROCE) neboli rentabilita celkového investovaného kapitálu představuje měřítko výkonnosti dlouhodobého investovaného kapitálu. Jde tedy o ukazatel, který vyjadřuje míru zhodnocení všech aktiv společnosti financovaných vlastním i cizím dlouhodobým kapitálem a vyjadřuje komplexně efektivnost hospodaření společnosti, přičemž složí k prostorovému srovnání podniků.

$$ROCE = \frac{EAT + úroky}{dlouhodobé závazky + vlastní kapitál}, \text{ kde } EAT \text{ je čistý zisk po zdanění.} \quad (2.3)$$

Rentabilita tržeb (ROS) charakterizuje zisk vztažený k tržbám. ROS měří, kolik čistého zisku připadá na 1 Kč tržeb a jde tedy o měřítko schopnosti podniku dosahovat zisku při dané úrovni tržeb. V praxi je ukazatel nazýván provozní ziskové rozpětí nebo provozní zisková marže. Nízký podíl tohoto ukazatele poukazuje na špatné řízení firmy, naopak vysoký podíl vyjadřuje vynikající úroveň firmy.

$$ROS = \frac{zisk}{tržby}. \quad (2.4)$$

2.4.2 Likvidita

Likvidita podniku je vyjádřením schopnosti podniku uhradit včas své platební závazky. Nejčastěji využívanými ukazateli likvidity jsou běžná, pohotová a okamžitá likvidita. Ukazatele likvidity poměřují to, čím je možno platit, tím, co je nutno zaplatit.

Celková neboli běžná likvidita ukazuje, kolikrát pokrývají oběžná aktiva krátkodobé závazky podniku, nebo také kolika jednotkami oběžných aktiv je kryta jedna jednotka krátkodobých závazků. Za přiměřenou výši tohoto ukazatele se považuje rozmezí od 1,5 do 2,5.

$$\text{Běžná likvidita} = \frac{OA}{\text{krátkodobé závazky}}, \text{ kde } OA \text{ jsou oběžná aktiva.} \quad (2.5)$$

Pohotová likvidita eliminuje nedostatky předcházejícího ukazatele. Pro pohotovou likviditu platí, že čítec by měl být stejný jako jmenovatel, tedy výsledek by měl být roven 1, popřípadě 1,5. Tento ukazatel bere v potaz pohotové prostředky z oběžných aktiv, tj. pokladní hotovost, peníze na bankovních účtech, krátkodobé cenné papíry a krátkodobé pohledávky.

$$\text{Pohotová likvidita} = \frac{OA - \text{zásoby}}{\text{krátkodobé závazky}}, \text{ kde } OA \text{ jsou oběžná aktiva.} \quad (2.6)$$

Okamžitá likvidita měří schopnost podniku okamžitě hradit své splatné závazky. Vstupují do ní jen ty nejlikvidnější položky z rozvahy. Likvidita je zajištěna při hodnotě ukazatele alespoň 0,2.

$$\text{Okamžitá likvidita} = \frac{PP + \text{ekvivalenty}}{\text{okamžitě splatné závazky}}, \text{ kde } PP \text{ jsou peněžní prostředky.} \quad (2.7)$$

2.4.3 Zadluženost

Pojmem zadluženost vyjadřujeme skutečnost, že podnik používá k financování svých aktiv ve své činnosti cizí zdroje, tedy dluh. V reálné ekonomice u velkých podniků nepřichází v úvahu, že by podnik financoval veškerá svá aktiva z vlastního nebo naopak z cizího kapitálu. Použití výhradně vlastního kapitálu totiž jednoznačně s sebou přináší snížení celkové výnosnosti kapitálu. Naopak financování výhradně z cizích zdrojů by bylo pravděpodobně spojeno s obtížemi při jeho získávání. Analýza zadluženosti porovnává rozvahové položky a na jejich základě zjistí, v jakém rozsahu jsou aktiva podniku financována cizími zdroji. Mezi ukazatele zadluženosti patří:

- celková zadluženost,

- finanční páka,
- podíl vlastního kapitálu na aktivech,
- úrokové krytí,
- zadluženost vlastního kapitálu.

Celková zadluženost vyjadřuje podíl celkového dluhu k celkovým aktivům. Obecně platí, že čím je vyšší hodnota ukazatele, tím je vyšší riziko věřitelů. Tento ukazatel je však nutné posuzovat v souvislosti s celkovou výnosností podniku a také v souvislosti se strukturou cizího kapitálu. Vysoká hodnota tohoto ukazatele může být z hlediska držitelů kmenových akcií příznivá tehdy, je-li podnik schopen dosáhnout vyššího procenta rentability, než je procento úroků placené z cizího kapitálu.

$$\text{Celková zadluženost} = \frac{\text{cizí zdroje}}{\text{celková aktiva}}. \quad (2.8)$$

Finanční páka udává, v jaké míře se využívá pákový efekt financování dluhovým kapitálem. Společnosti obvykle využívají tohoto efektu pro zvýšení výnosu na akcii.

$$\text{Finanční páka} = \frac{\text{celková aktiva}}{\text{vlastní kapitál}}. \quad (2.9)$$

Podíl vlastního kapitálu na aktivech udává do jaké míry je podnik schopen krýt své prostředky vlastními zdroji a jak vysoká je jeho finanční samostatnost.

$$\text{Podíl VK na aktivech} = \frac{\text{vlastní kapitál}}{\text{celková aktiva}}. \quad (2.10)$$

Úrokové krytí udává, kolikrát je zisk vyšší než úroky. Úrokové krytí ukazuje, jak velký je bezpečnostní polštář pro věřitele. Prakticky část zisku vyprodukovaná cizím kapitálem by měla stačit na pokrytí nákladů na vypůjčený kapitál. V zahraničí jsou za doporučené hodnoty označovány hodnoty dosahující trojnásobku nebo i více.

$$\text{Úrokové krytí} = \frac{EBIT}{\text{úroky}}, \text{ kde } EBIT \text{ představuje zisk před odečtení úroků a daní.} \quad (2.11)$$

Ukazatel zadluženosti vlastního kapitálu porovnává celkové dluhy vzhledem k vlastnímu kapitálu. Měří velikost dluhu připadajícího na 1 Kč vlastního kapitálu. Zadluženost by se měla pohybovat v rozmezí od 80% do 120% u stabilní společnosti. Čím je větší tento ukazatel, tím je také větší zadluženost podniku.

$$\text{Zadluženost vlastního kapitálu} = \frac{\text{cizí kapitál}}{\text{vlastní kapitál}}. \quad (2.12)$$

Podíl vlastního kapitálu na aktivech udává do jaké míry je podnik schopen krýt své prostředky vlastními zdroji a jak vysoká je jeho finanční samostatnost.

2.4.4 Aktivita

Ukazatele aktivity měří, jak efektivně podnik hospodaří se svými aktivy, jejich jednotlivými složkami a také jaký má toto hospodaření vliv na výnosnost a likviditu. Má-li jich podnik více, než je účelné, vznikají mu zbytečné náklady a tím i nízký zisk. Obvykle se uvádějí v podobě ukazatelů vyjadřujících vázanost jednotlivých složek kapitálu v jednotlivých druzích aktiv a pasiv. Tyto ukazatele nejčastěji vyjadřují počet obrátek jednotlivých složek zdrojů, aktiv nebo dobu obratu. Rychlost obratu vyjadřuje počet obrátek aktiv zpravidla za jeden rok a doba obratu udává počet dní, po které trvá jedna obrátka. Mezi ukazatele aktivity patří:

- obrat celkových aktiv,
- doba obratu aktiv,
- doba obratu zásob,
- doba obratu pohledávek,
- doba obratu závazků.

Obrat celkových aktiv je měřítkem celkového využití majetku, tzn., že udává, kolikrát se aktiva obrátí za daný časový interval, respektive za rok. Čím je hodnota vyšší, tím efektivněji podnik využívá majetek.

$$\text{Obrat celkových aktiv} = \frac{\text{tržby}}{\text{aktiva}}. \quad (2.13)$$

Doba obratu aktiv je obrácenou hodnotou ukazatele obratu celkových aktiv. Vyjadřuje, za jak dlouho dojde k obratu celkových aktiv ve vztahu k tržbám. Příznivé je, pokud ukazatel v čase klesá, protože jediné tak roste účinnost.

$$\text{Doba obratu aktiv (dny)} = \frac{\text{aktiva} \cdot 360}{\text{tržby}}. \quad (2.14)$$

Doba obratu zásob udává průměrný počet dnů, po kterou jsou oběžná aktiva vázána ve formě zásob. Obecně platí, že čím je kratší doba obratu zásob, tím lepší je situace.

$$\text{Doba obratu zásob (dny)} = \frac{\text{zásoby} \cdot 360}{\text{tržby}}. \quad (2.15)$$

Doba obratu pohledávek vypovídá o tom, jak dlouho je majetek podniku vázán ve formě pohledávek, respektive za jak dlouho jsou pohledávky v průměru spláceny. Doporučovanou hodnotou je samozřejmě běžná doba splatnosti faktur, neboť většina expedovaného zboží je fakturována a každá faktura má svou dobu splatnosti. Je-li doba obratu pohledávek delší než doba splatnosti faktur, znamená to nedodržování obchodně úvěrové politiky ze strany obchodních partnerů.

$$\text{Doba obratu pohledávek (dny)} = \frac{\text{pohledávky} \cdot 360}{\text{tržby}}. \quad (2.16)$$

Doba obratu závazků dává výpověď o tom, jak rychle jsou spláceny závazky firmy. Obecně je možno konstatovat, že doba obratu závazků by měla být delší než doba obratu pohledávek, aby nebyla narušena finanční rovnováha ve firmě. Tento ukazatel je velmi užitečný pro věřitele, neboť podává informace o tom, jak firma dodržuje obchodně úvěrovou politiku.

$$\text{Doba obratu závazků (dny)} = \frac{\text{závazky} \cdot 360}{\text{tržby}}. \quad (2.17)$$

2.4.5 Ukazatele kapitálového trhu

Ukazatele kapitálového trhu podávají investorům informace o tom, zda bude mít jejich investice přiměřenou návratnost. Mezi tyto ukazatele patří čistý zisk na akcii, poměr tržní ceny k zisku na akcii, nebo dividendový výnos.

Čistý zisk na akcii (EPS) je klíčovým údajem o finanční situaci podniku a odráží výsledky a úspěchy konkurentů při trendové analýze.

$$\text{EPS} = \frac{\text{čistý zisk}}{\text{počet kmenových akcií}}. \quad (2.18)$$

Ukazatel P/E, jinak řečeno poměr tržní ceny akcie k zisku na akcii ukazuje, kolik jsou investoři ochotni zaplatit za 1 korunu vykazovaného zisku na akcii, nebo také odhaduje počet let potřebných ke splacení ceny akcie jejím výnosem. Tento ukazatel je indikátorem

celkového tržního ohodnocení podniku. Relativně vysoký P/E může znamenat, že investoři očekávají v budoucnu velký růst dividend, nebo že akcie obsahuje malé riziko, a proto se investoři spokojí s menším výnosem. Pokud je ukazatel P/E naopak v rámci oboru příliš nízký, může to signalizovat větší rizikovost či malý růstový potenciál podniku.

$$P/E = \frac{\text{tržní cena akcie}}{\text{čistý zisk na akcii}}. \quad (2.19)$$

Rostoucí dividendový výnos je hlavní motivací investorů k držení akcií. Pokud podnik zadržuje zisk, čímž zvyšuje cenu akcie, nevzniká pro akcionáře přímý užitek, a proto jsou takové akcie méně atraktivní. Hodnota ukazatele může postupem času klesat právě v důsledku růstu tržní ceny akcie, i když vyplácená dividenda na akcii se nezmění. Investor však bude akceptovat nižší dividendový výnos pouze za předpokladu, že tento pokles bude v budoucnosti vykompenzován.

$$\text{Dividendový výnos} = \frac{\text{dividenda na akcii}}{\text{tržní cena akcie}}. \quad (2.20)$$

2.5 Metody stanovení vnitřní hodnoty akcie

Stanovení vnitřní hodnoty akcie je hlavním cílem fundamentální analýzy, přičemž k této problematice byla vyvinuta řada metod a modelů. Vnitřní hodnota akcie se následně porovnává s jejím aktuálním tržním kurzem, respektive cenou a zjišťuje se, zda je akcie nadhodnocená, podhodnocená, popřípadě správně oceněna. V případě, že je vnitřní hodnota akcie menší než aktuální tržní cena, jedná se o akcii nadhodnocenou, v opačném případě, když je vnitřní hodnota akcie větší než aktuální tržní cena, se jedná o podhodnocenou akcii. Mezi metody a modely pro stanovení vnitřní hodnoty akcie patří:

- dividendové diskontní modely,
- ziskové modely,
- cash flow modely,
- bilanční modely,
- historické modely.

2.5.1 Dividendové diskontní modely

Dividendové diskontní modely jsou založeny na principu diskontování očekávaných cash flow plynoucích z akcií, kterými mohou být dividendy nebo za určitých podmínek i prodejní kurz akcie³, na jejich současnou hodnotu, tzn., že vnitřní hodnota akcie představuje její současnou hodnotu. Z tohoto důvodu patří tyto modely v praxi mezi nejčastěji používané. S ohledem na předpokládanou dobu držby akcie můžeme rozlišovat dividendové diskontní modely s nekonečnou držbou a dividendové diskontní modely s konečnou držbou.

Dividendové diskontní modely s nekonečnou dobou držby se pro ohodnocení akcií používají v případě, že se v blízké budoucnosti neuvažuje o jejich prodeji. Vnitřní hodnota akcie je zde dána současnou hodnotou budoucích dividend v absolutních částkách a odráží „správnou cenu“ akcie z dlouhodobého hlediska, z čehož plyne, že tyto modely nejsou schopny zachytit krátkodobé odchylky skutečného kurzu akcie od její vnitřní hodnoty.

$$VH = \frac{D_1}{1+r} + \frac{D_2}{(1+r)^2} + \frac{D_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{D_n}{(1+r)^n}, \quad (2.21)$$

kde VH je vnitřní hodnota, D_1 až D_n jsou očekávané dividendy v jednotlivých letech a r je požadovaná výnosová míra.

Dividendové diskontní modely s konečnou dobou držby se používají v případě, že se uvažuje o blízkém prodeji akcií. Budoucí příjmy z akcie jsou tvořeny nejen očekávanými dividendami, které budou ještě do okamžiku prodeje vyplaceny, ale také očekávaným prodejním kurzem akcie. Tento model se používá pouze pro krátké období, neboť nelze přesně odhadnout budoucí prodejní kurz akcie na střední a dlouhé období.

$$VH = \frac{D_1}{1+r} + \frac{P_1}{1+r}, \quad (2.22)$$

kde P_1 je očekávaný prodejní kurz akcie po roce držby.

Obecně lze vnitřní hodnotu akcie pomocí dividendového diskontního modelu s konečnou dobou držby určit následujícím vztahem:

$$VH = \sum_{n=1}^N \frac{D_n}{(1+r)^n} + \frac{P_N}{(1+r)^N}, \quad (2.23)$$

kde N je rovno konečnému číslu odpovídajícímu konci držby akcie.

³ S prodejním kurzem akcie operují dividendové diskontní modely pouze v případě, že se uvažuje o jejím brzkém prodeji.

Při praktické realizaci výpočtu vnitřní hodnoty akcie se analytici spíše než na predikování absolutní výše dividend zaměřují na stanovení očekávaného růstu (poklesu) dividend (g). Tento model se nazývá Gordonův jednostupňový dividendový diskontní model a je použitelný za předpokladu, že požadovaná výnosová míra musí být větší než veličina míry růstu dividend, přičemž dividendy musí růst nebo klesat stejným tempem po celou dobu držby akcie. V případě, že se uvažuje o nekonečné době držby akcie a pouze jediné konstantní míře růstu, popřípadě poklesu dividend, řada dividendových plateb dostává podobu nekonečné geometrické řady.

$$VH = \frac{D_1}{r - g}. \quad (2.24)$$

Pokud společnost vyplácí každoročně konstantní dividendu, používá se k výpočtu vnitřní hodnoty akcie dividendový diskontní model s nulovým růstem, který má nekonečnou geometrickou řadu. Pokud se uvažuje navíc o blízkém prodeji akcie, přičte se k následujícímu vztahu navíc současná očekávaná cena akcie.

$$VH = \frac{D_{konstanta}}{r}. \quad (2.25)$$

Pokud se při výpočtu vnitřní hodnoty akcie využije dvou či více různých měr růstu (poklesu) dividend, používá se k ohodnocení této akcie vícestupňových skokových dividendových modelů. Nejvyužívanějším vícestupňovým modelem je dvoustupňový dividendový diskontní model, který pracuje se dvěma rozdílnými mírami růstu (poklesu) dividend. Tento model rozděluje celé období držby akcie na dvě fáze, přičemž první fáze je vždy konečná s mírou růstu dividend (g_1) a druhá fáze může být jak konečná, tak i nekonečná s mírou růstu dividend (g_2). V praxi se analytici orientují spíše na ohodnocení atraktivních společností, a proto míra růstu dividend (g_1), která je většinou nadprůměrnou měrou růstu, zpravidla převyšuje míru růstu dividend (g_2), která reprezentuje normální, průměrný růst dividend typický pro dané odvětví nebo ekonomiku. Míra růstu (g_2) se stanoví podle historických veličin růstové míry zisku a dividend průměrného trhu, které jsou vyjádřené tržním akciovým portfoliem a upraveny o očekávané změny v ekonomickém prostředí.

$$VH = \sum_{t=1}^T \frac{D_0(1+g_1)^t}{(1+r)^t} + \frac{D_0(1+g_1)^T(1+g_2)}{(1+r)^T(r-g_2)}, \quad (2.26)$$

kde T představuje délku první, růstové fáze, která je konečná.

Pokud se uvažuje o krátké době držby akcie, tak je druhá fáze konečná a výpočet se provádí následujícím vztahem:

$$VH = \sum_{t=1}^T \frac{D_0(1+g_1)^t}{(1+r)^t} + \sum_{n=T+1}^N \frac{D_0(1+g_1)^T(1+g_2)^{n-T}}{(1+r)^n} + \frac{P_N}{(1+r)^N}, \quad (2.27)$$

kde n představuje délku doby držby akcie, N představuje délku druhé fáze s normálním růstem, která je také konečná.

Dvoustupňové skokové dividendové diskontní modely jsou vhodnou metodou pro akcie růstových společností, které se nacházejí v poslední fázi svého životního cyklu, nebo pro akcie společností z cyklických odvětví a společností, u kterých lze v budoucnosti očekávat změnu ve vývoji vyplácených dividend. V praxi jsou také využívány vícestupňové modely, jako např. třístupňové modely, u kterých se může počítat s proměnlivou mírou růstu dividend, což je bližší realitě. Čtyř a více stupňové modely, z důvodu větší složitosti, pracnosti a zvýšené náročnosti na vstupní datovou základnu, v praxi příliš oblíbené nejsou (Veselá, 2011).

2.5.2 Ziskové modely

Ziskové modely patří rovněž k nejpoužívanějším metodám určování vnitřních hodnot akcií, neboť respektují časovou hodnotu peněz. Tyto modely vycházejí z velikosti očekávaného čistého zisku příslušného akciového emitenta připadajícího na kmenovou akcii. Zisk je zpravidla různým způsobem rozkládán nebo upravován, přičemž nejznámějším ukazatelem je P/E ratio, mezi další ukazatele pak patří P/BV ratio a P/S ratio. V praxi se ziskové modely zaměřují spíše na kratší investiční horizont, např. 3 roky.

Veselá (2011) uvádí, že pro stanovení vnitřní hodnoty akcie je třeba znát hodnotu normálního P/E, přičemž východiskem pro jeho odvození je Gordonův jednostupňový dividendový diskontní model. Za předpokladu, že je čistý zisk společnosti rozdělen na dvě části, a to na zisk vyplacený v podobě dividend a na zisk zadržený na úrovni společnosti, je možné očekávanou dividendu v čitateli nahradit součinem očekávaného čistého zisku (E_1) a dividendového výplatního poměru (p), který vyjadřuje podíl čistého zisku vyplaceného akcionářům v podobě dividend. Touto substitucí je dividendový diskontní model transformován na ziskový.

$$VH = P = \frac{D_1}{r - g} = \frac{E_1 \cdot p}{r - g} = \frac{E_1(1 - b)}{r - g}, \quad (2.28)$$

kde P je cena správně oceněné akcie a je stejná jako VH , E_1 je očekávaný zisk v příštím roce, p je dividendový výplatní poměr a b je podíl zadrženého čistého zisku na úrovni společnosti, přičemž platí $p+b=1$.

Vydělením vzorce (2.28) očekávaným ziskem v příštím roce, je možné vyjádřit ukazatel normálního P/E.

$$(P/E)_N = \frac{P}{E_1} = \frac{p}{r - g}. \quad (2.29)$$

Pro výpočet vnitřní hodnoty akcie je potřeba ukazatel normálního P/E vynásobit očekávaným ziskem v následujícím období.

$$VH = \left(\frac{P}{E} \right)_N \cdot E_1. \quad (2.30)$$

P/BV ratio představuje poměr kurzu akcie a účetní hodnoty, přičemž účetní hodnota na akcii představuje rozdíl mezi aktivy a cizími zdroji. Tento ukazatel udává, kolik korun jsou investoři ochotni zaplatit za jednu korunu kapitálu firmy. Vnitřní hodnotu akcie je možné stanovit následujícím vzorcem:

$$VH = \frac{BV_1 \cdot ROE \cdot p}{r - g}, \quad (2.31)$$

kde BV_1 je očekávaná účetní hodnota vlastního kapitálu na akcii, ROE je rentabilita vlastního kapitálu, ostatní symboly jsou shodné s předchozím vymezením.

Pokud chceme vyjádřit očekávanou účetní hodnotu v příštím roce, je možné provést výpočet následujícím vzorcem:

$$P_0/BV_1 = \frac{ROE \cdot p}{r - g}, \quad (2.32)$$

kde vymezené symboly odpovídají předchozímu vymezení.

Pro výpočet běžné účetní hodnoty na akcii, používáme následující vzorec:

$$V_0/BV_0 = \frac{ROE \cdot p \cdot (1 + g)}{r - g}, \quad (2.33)$$

kde vymezené symboly odpovídají předchozímu vymezení.

P/S ratio představuje poměr kurzu akcie a tržeb na akcii, přičemž tento ukazatel vyjadřuje kolik korun je investor ochoten zaplatit za jednu korunu tržeb. Výpočet vnitřní hodnoty můžeme vyjádřit následujícím matematickým vztahem:

$$VH = \frac{S_1 \cdot M_1 \cdot p}{r - g}, \quad (2.34)$$

kde S_1 představuje očekávané tržby v příštím roce, M_1 je očekávaná zisková marže v příštím roce, přičemž je dána poměrem očekávaného čistého zisku a očekávaných tržeb v příštím roce. Ostatní symboly jsou shodné s předchozím vymezením.

Pro vyjádření ukazatele P_0/S_1 , který je podobný ukazateli normální P/E a to svou vypovídací schopností, vycházíme z následujícího vzorce:

$$P_0/S_1 = \frac{M_1 \cdot p}{r - g}, \quad (2.35)$$

kde vymezené symboly odpovídají předchozímu vymezení.

Pro vyjádření ukazatele V_0/S_0 , který svou vypovídací schopností koresponduje s ukazatelem Sharpova P/E ratio, použijeme následující matematické vyjádření:

$$V_0/S_0 = \frac{M_1 \cdot p \cdot (1 + g)}{r - g}, \quad (2.36)$$

kde vymezené symboly odpovídají předchozímu vymezení.

2.5.3 Cash flow modely

Cash flow modely, stejně jako výše uvedené modely respektují časovou hodnotu peněz, přičemž se používají v případě, je-li záměrem analytika ohodnotit společnost a akcii z širšího hlediska, tj. přímo do hodnoty společnosti a akcie zahrnou více faktorů.

Pomocí modelu DCF-Equity je možné stanovit vnitřní hodnotu akcie z pohledu akcionáře, respektive majitele. Tento model při výpočtu kalkuluje s využitím údajů o volných peněžních prostředcích, jež společnosti, respektive akcionářům, zůstanou z čistého zisku po úhradě úrokových nákladů, splátek úvěrů a investičních výdajů. Volné peněžní prostředky se na druhou stranu navyšují o hodnotu odpisů, které v podstatě představují další disponibilní volné peněžní prostředky, dále se navyšuje o hodnotu nově emitovaných dluhových instrumentů nebo o hodnotu nových úvěrů poskytnutých firmě. *FCFE* můžeme vypočítat podle následujícího vztahu.

$$FCFE = \check{CZ} + O - \text{investiční výdaje} - \Delta\check{CPK} - \text{splátky dluhů} + \text{nové emise dluhových instrumentů (popřípadě nové úvěry)}, \quad (2.37)$$

kde \check{CZ} je čistý zisk, O jsou odpisy a $\Delta\check{CPK}$ je změna čistého pracovního kapitálu.

V závislosti na předpokládaném vývoji veličiny $FCFE$ ohodnocované společnosti je všeobecně možné vytvořit několik verzí tohoto modelu. Veličina $FCFE$ prognózovaná pro jednotlivé roky držby akcie je ovšem v každé verzi tohoto modelu upravována z hlediska časové hodnoty peněz, tedy převáděna na současnou hodnotu. Základní vzorec pro stanovení hodnoty společnosti jako perpetuity je možné zapsat následovně:

$$VH = \frac{FCFE}{r_e}, \quad (2.38)$$

kde $FCFE$ je očekávaná hodnota volných peněžních toků v příštím roce, r_e jsou náklady vlastního kapitálu, které jsou obecně vyšší než náklady na cizí kapitál, což je způsobeno daňovým štítem.

Tento model může být rovněž jako dvoufázový, přičemž je možné ho zapsat následovně:

$$VH = \sum_{t=1}^T \frac{FCFE_t}{(1+r_{el})} + \frac{FCFE_{T+1}}{(r_{e2}-g)} \cdot (1+r_{el})^{-T}, \quad (2.39)$$

kde $FCFE_t$ je volný cash flow pro vlastníky, r_{el} jsou náklady vlastního kapitálu v první fázi, r_{e2} jsou náklady kapitálu ve druhé fázi, g je růst podniku v druhé fázi a $\frac{FCFE_{T+1}}{(r_{e2}-g)}$ je pokračující hodnota (PH), (Veselá 2011, Dluhošová 2008).

2.5.4 Bilanční modely

Bilanční modely vycházejí při výpočtu vnitřní hodnoty akcie ze zveřejněných účetních výkazů akciové společnosti, z čehož plyne, že nerespektují časovou hodnotu peněz. Pro výpočet vnitřní hodnoty je možné použít několik metod, které se od sebe liší vypovídací schopností, postupem a obtížností výpočtu nebo i oblibou mezi analytiky. Mezi tyto bilanční modely patří:

- účetní hodnota,
- substanční hodnota,
- likvidační hodnota,
- reprodukční hodnota,

- substituční hodnota.

Účetní hodnota představuje rozdíl mezi aktivy společnosti a cizím kapitálem, přičemž pokud se takto vypočtená účetní hodnota vydělí počtem emitovaných akcií, lze získat účetní hodnotu jedné akcie, kterou je pak možné ztotožnit s vnitřní hodnotou akcie. Největší výhodou této metody je její jednoduchost, nenáročnost na vstupní data a snadná průkaznost. Vzhledem k tomu, že však tato metoda má i řadu nedostatků, jako např., že pracuje s aktivy v historických cenách nebo, že nevypovídá o budoucích výnosových perspektivách společnosti, se zpravidla používá pouze jako doplňková metoda.

$$VH = \frac{A - CZ}{\text{počet emitovaných akcií}}, \quad (2.40)$$

kde A jsou aktiva a CZ představují cizí zdroje.

Substanční metoda vychází z účetní hodnoty, avšak jednotlivé položky, které jsou v účetní hodnotě zahrnuty, přeceňuje aktuálními tržními cenami a přehodnocuje je z hlediska budoucího použití. K přecenění jednotlivých položek jsou, v závislosti na druhu majetku, používány např. všeobecné i speciální cenové indexy, cenové mapy (zejména pozemky), ceníky a kalkulace od výrobců, odhady a úpravy budoucích výnosů, tržní ceny (u cenných papírů), nominální hodnoty apod. Do výpočtu substanční hodnoty jsou zahrnuty pouze aktiva, jež budou tvořit výnosy v budoucnosti. K výchozí upravené účetní hodnotě je třeba připočítat také hodnotu nehmotného majetku, který není vykazován v bilanci, jako např. goodwill, hodnota managementu, podnikové kultury, kvalifikace zaměstnanců, tržní hodnota licenci a patentů apod. Velmi oblíbeným postupem při přeceňování jak aktiv, tak i goodwillu je vynásobení daných aktiv (goodwillu) koeficientem, který je stanoven podle důležitosti aktiv (goodwillu) a závisí na subjektivním odhadu finančního analytika. Výpočet substanční hodnoty lze zachytit následujícím vztahem:

$$VH = \frac{\sum \text{přeceněných aktiv} - \text{cizí zdroje}}{\text{počet akcií}}. \quad (2.41)$$

Likvidační hodnota představuje množství peněžních prostředků, které by firma mohla získat v případě, že ukončí svou činnost a rozprodá všechny svá aktiva, zaplatí dluhy a tzv. likvidační náklady⁴. Zbytek je rozdělen mezi akcionáře společnosti. Likvidační hodnota může

⁴ Mezi likvidační náklady patří, jak uvádí Veselá (2011), právní služby, komisionářské poplatky, mzdy apod.

být považována za dolní hranici pohybu tržního kurzu akcie, neboť pokud tržní kurz akcie klesne pod likvidační hodnotu, firma se stane atraktivní pro převzetí.

Reprodukční hodnotu je možné stanovit jako rozdíl mezi reprodukční hodnotu aktiv a reprodukční hodnotou cizích zdrojů dané společnosti. Tato metoda se opírá o reprodukční náklady, které je nutné vynaložit na znovupořízení aktiv při současných cenách.

Poslední metodou je substituční hodnota, která je bilančním modelem, jež se pokouší stanovit vnitřní hodnotu akcie s využitím údajů o důležitých charakteristikách srovnatelných firem. Tato metoda je v praxi velice kritizována, neboť nezohledňuje úspory z rozsahu, podnikové kultury firmy, prestiž, jméno firmy, její geografické umístění a ostatní specifika, kterými nedisponují srovnatelné firmy (Veselá 2011).

2.5.5 Historické modely

Historické modely pracují s průměrnými historickými veličinami, a to s průměrem akciového kurzu, tržeb, dividend, účetní hodnoty a cash flow, přičemž se poměruje vždy průměrný akciový kurz k průměrným hodnotám zbývajících veličin. Tyto poměry se následně násobí příslušnou očekávanou veličinou tržeb, dividend, účetní hodnoty a cash flow, přičemž výsledek tohoto součinu představuje vnitřní hodnotu akcie, která v sobě obsahuje historii očekávání. Použité veličiny se nediskontují a nepřevádí se na současnou hodnotu, z čehož vyplývá, že historické modely nerespektují časovou hodnotu peněz. Tyto modely jsou konstruovány v několika verzích, mezi které patří:

- P/S model,
- P/D model,
- P/BV model,
- P/CF model.

Model *P/S* poměruje historický tržní kurz akcie s průměrnou historickou výší tržeb na jednu akcii, přičemž ho lze ho zapsat následujícím vztahem:

$$P/S = \frac{P}{S}, \quad VH = (P/S) \cdot S_I, \quad (2.42)$$

kde P je průměrný historický tržní kurz akcie, S je průměrná historická výše tržeb připadající na jednu akcii, S_I je očekávaná výše tržeb pro příští rok.

Model *P/D* porovnává průměrný historický tržní kurz akcie s průměrnou historickou výší dividend na jednu akcii. Výpočet vnitřní hodnoty lze zapsat následovně:

$$P/D = \frac{P}{D}, \quad VH = (P/D) \cdot D_1, \quad (2.43)$$

kde D je průměrná historická výše dividend na akcii, D_1 je očekávaná výše dividend na jednu akcii v příštím roce.

Model P/BV také porovnává průměrný historický tržní kurz akcie s průměrnou historickou výší účetní hodnoty na jednu akcii. Výpočet vnitřní hodnoty můžeme zapsat takto:

$$P/BV = \frac{P}{BV}, \quad VH = (P/BV) \cdot BV_1, \quad (2.44)$$

kde BV je průměrná historická úroveň účetní hodnoty vztažená na jednu akcii, BV_1 je očekávaná výše účetní hodnoty na jednu akcii v příštím roce.

Model P/CF je založen na poměru průměrného historického tržního kurzu akcie a průměrné historické úrovně cash flow na akcii. Vyjádření vnitřní hodnoty lze pomocí následujícího vztahu:

$$P/CF = \frac{P}{CF}, \quad VH = (P/CF) \cdot CF_1, \quad (2.45)$$

kde CF je průměrná historická úroveň cash flow vtažená na jednu akcii, CF_1 je očekávaná výše na cash flow na jednu akcii v příštím roce.

Historické modely používají výše uvedené veličiny z důvodu relativně nižší volatility ve srovnání s vysoce kolísavou veličinou zisku. Jejich hlavním cílem je zjistit, zda je aktuální tržní kurz akcie vyšší než průměrná historická úroveň, nebo zda je naopak pod průměrnou historickou úrovní. Tato metoda je vhodným doplňkem k metodám, které respektují časovou hodnotu peněz, avšak je třeba brát v úvahu fakt, zda v blízké době nedojde k zásadním firemním, odvětvovým či globálním změnám, které by mohly způsobit podstatné odchylky ve sledovaných a poměřovaných veličinách od jejich historické úrovně (Veselá, 2011).

2.5.6 Vstupní parametry

Pro výpočet vnitřní hodnoty akcie pomocí dividendového diskontního modelu, ziskového modelu, popřípadě cash flow modelu je nutné znát míru růstu dividend (zisku, popřípadě cash flow), požadovanou výnosovou míru a očekávanou výši dividendy (zisku, popřípadě cash flow).

Podle Veselé (2011) existují tři zcela rozdílné zdroje, v závislosti na použitých datech, vypočítací schopnosti a postupech výpočtu, pro získání vstupních údajů, tedy údajů o míře růstu dividend (popřípadě zisku). Míru růstu dividend (popřípadě zisku) je možné stanovit:

- odhadem z historických dat,
- odhadem analytika,
- odvozením od finančních ukazatelů dané společnosti.

Míru růstu dividend lze vypočítat z historických dat v případě, že jsou k dispozici údaje o vyplacených dividendách (zisku) z minulých let. Nejméně náročným způsobem je pak výpočet míry růstu dividend (zisku) s využitím dvou hodnot dividend (zisku) z minulosti.

$$g = \sqrt[t]{\frac{D_M}{D_S}} - 1, \quad (2.46)$$

kde t je počet let mezi starší a mladší dividendou, D_M představuje mladší dividendu, tj. dividendu současnou a D_S představuje starší dividendu. Historická míra růstu, která je stanovena pouze ze dvou údajů, se nemusí, ale také může měnit, a proto je nutné posoudit budoucí růstový potenciál firmy. Aby nedošlo ke zkreslení takto vypočítané míry růstu dividend, dochází nejdříve ke kalkulaci roční míry růstu, která se vzápětí průměruje.

Veselá (2011) uvádí, že subjektivní odhady a prognózy analytiků, které se často neopírají o matematický či statistický základ, dokážou sovu přesností předčít výsledky modelů opírající se o minulá data. Úspěšnost a přesnost těchto odhadů je ovlivněna délkou periody, pro kterou jsou dané veličiny předpovídaný. Krátkodobé prognózy, tj. prognózy na čtvrtletí až rok, jsou úspěšnější než odhady založené na historických datech. Úspěšnost dlouhodobých prognóz však s rostoucím časovým horizontem prudce klesá.

Míru růstu dividend (zisku) je možné stanovit s důsledným respektováním současné finanční situace firmy, pomocí firemních finančních ukazatelů. Tento model bývá označován také jako udržovací růstový model, přičemž je možné jej použít za předpokladu konstantní neměnné úrovně rentability vlastního kapitálu, neměnného dividendového výplatního poměru a neměnného ukazatele retention ratio, tj. podílu nezadrženého čistého zisku na úrovni firmy. Výpočet míry růstu dividend (zisku) na základě udržovacího růstového modelu lze zapsat:

$$g = b \cdot ROE = (1 - p) \cdot ROE, \quad (2.47)$$

kde g je tempo růstu dividend (zisku), b je retention ratio, p je podíl vyplaceného čistého zisku neboli výplatní poměr a ROE je rentabilita vlastního kapitálu. Pokud je dividendový výplatní poměr konstantní, tak je míra růstu dividend shodná s mírou růstu zisku.

$$g_D = \frac{D_{t+1} - D_t}{D_t} = g_E = \frac{E_{t+1} - E_t}{E_t} = g, \quad (2.48)$$

kde g_D je míra růstu dividend mezi obdobími t a $t+1$, g_E je míra růstu zisku mezi obdobími t a $t+1$, D je dividendy a E je vykázaný zisk.

Pokud však dochází ke změně v rentabilitě vlastního kapitálu, je nutné míru růstu zisku vypočítat podle následujícího vzorce:

$$g = (BV_t \cdot \frac{ROE_t - ROE_{t-1}}{E_t}) + b \cdot ROE_t, \quad (2.49)$$

kde E_t vyjadřuje zisk v čase t , ROE je rentabilita vlastního kapitálu v čase t a $t-1$, BV_t je účetní hodnota společnosti, jež je dána rozdílem aktiv a cizích zdrojů v čase t a b představuje retention ratio neboli podíl zadrženého zisku na celkovém čistém zisku společnosti.

Míru růstu cash flow, je stejně jako míru růstu dividend (zisku) možné zjistit třemi, výše zmíněnými, možnostmi. Historická míra růstu cash flow se počítá jako meziroční míra růstu, která je následně vyhlazována pomocí aritmetického či geometrického průměru. Pro stanovení míry růstu cash flow na základě odhadů analytiků platí, stejně jako u stanovení míry růstu dividend (zisku), výše uvedené skutečnosti. Rozdíl je pouze u stanovení míry růstu cash flow na základě firemních finančních ukazatelů, kterou lze zapsat následujícím vztahem:

$$g_{FCF} = ROC \cdot b_R, \quad (2.50)$$

kde ROC je rentabilita vloženého kapitálu a b_R je míra reinvestic. Přičemž ROC a b_R lze matematicky vyjádřit následovně:

$$ROC = \frac{EBIT(1-t)}{IC}, \quad (2.51)$$

$$b_R = \frac{IV - O + \Delta\check{CPK}}{EBIT(1-t)}, \quad (2.52)$$

kde $EBIT$ je zisk před zdaněním a úroky, IC je celkový vložený kapitál, IV jsou investiční výdaje, O jsou odpisy $\Delta\check{CPK}$ je změna čistého pracovního kapitálu a t je daňová sazba (Veselá, 2011 a 2003).

Požadovaná výnosová míra je nezbytným vstupním údajem pro ohodnocení modely respektující časovou hodnotu peněz. Tato veličina v sobě zohledňuje náklady obětované příležitosti a inflaci, ale také úroveň rizika a likvidity spojené s instrumentem, pro jehož ohodnocení je využita. Požadovanou výnosovou míru je možné stanovit několika způsoby, přičemž se rozlišují tržní a účetní přístupy ke stanovení nákladů na vlastní kapitál. Mezi

základní tržní přístupy patří model *CAPM* (*Capital Asset Pricing Model*), neboli model oceňování kapitálových aktiv, *APM* model (*Arbitrage Pricing Theory*), neboli arbitrážní model a dividendový model *DDM* (*Dividend Discount Model*). Mezi účetní přístupy patří stavebnicový model, přičemž účetní přístupy se používají v málo rozvinutých ekonomikách.

Model *CAPM* je nejznámější a nevyužívanější model, který definuje vztah mezi očekávaným výnosem a systematickým rizikem⁵ investičního instrumentu. Model *CAPM* tedy měří směrodatnou odchylku systematického rizika, přičemž systematické riziko je vyjádřeno beta faktorem. Očekávaný výnos podle modelu *CAPM* je dán součtem bezrizikové sazby a rizikové premie, přičemž čím budou aktiva rizikovější, tím bude tato premie vyšší a naopak. Model *CAPM* vyjádřen beta verzí modelu *SML* je vyjádřen následujícím vztahem:

$$E(r_i) = R_F + \beta \cdot (R_M - R_F), \quad (2.53)$$

kde $E(r_i)$ je očekávaný výnos příslušného aktiva, R_F je bezriziková sazba, β je beta faktor a R_F je výnosnost trhu.

Bezriziková sazba je často chápána jako výnosová míra státních dluhopisů či státních pokladničních poukázek, z čehož vyplývá, že představuje nejnižší výnosovou míru na trhu. Výnos trhu nejčastěji představuje výnos burzovního indexu a dodatečný výnos trhu lze definovat jako rozdíl mezi průměrným historickým výnosem burzovního indexu a průměrnou historickou bezrizikovou sazbou. Koeficient beta představuje systematické riziko výnosů vlastního kapitálu společnosti a vyjadřuje, jak se změní výnosnost akcie daného podniku, změní-li se výnosnost kapitálového trhu o jednotku, přičemž může být stanoven jak pro jednotlivé společnosti, tak pro jednotlivé ekonomiky nebo odvětví. Koeficient beta se násobí s rizikovou premií trhu, čímž se do této premie promítá systematické riziko konkrétní společnosti. Beta koeficient může dosahovat hodnot od -1 až do 1. Pokud platí, že $\beta = 1$ riziko výnosů cenného papíru společnosti je stejné jako riziko výnosu kapitálového trhu. Je-li $\beta > 1$, tak je riziko výnosů cenného papíru společnosti větší než riziko výnosů kapitálového trhu a naopak. (Veselá, 2011).

⁵ Systematické riziko představuje část celkového rizika, kterou nelze diverzifikovat. Toto riziko vyplývá z ekonomického systému, z trhu, a tudíž dopadá na všechny instrumenty v dané ekonomice a na daném trhu.

3 Aplikace zvolených metod fundamentální analýzy na vybraném podniku

Tato kapitola navazuje na teoretickou část práce a zachycuje základní úroveň fundamentální analýzy. Nejdříve je věnována pozornost globální analýze, která se zabývá vývojem hlavních makroekonomických veličin ovlivňující ekonomické prostředí v České republice. Dále se budeme věnovat odvětvové analýze popisující trh, na němž společnost Telefónica Czech Republic působí. Následně bude provedena firemní a finanční analýza, která přiblíží daný podnik, poskytne základní informace o akciové společnosti a pomocí základních ukazatelů zhodnotí finanční zdraví podniku.

3.1 Globální analýza

Globální analýza se zabývá možnými vlivy ekonomiky a trhu na cenu akcie. Mezi nejdůležitější faktory patří: hrubý domácí produkt, resp. míra jeho růstu, inflace, úrokové sazby, monetární a fiskální politika. Cílem globální analýzy je zachytit dlouhodobé trendy ekonomického vývoje, jak dosavadního, tak i očekávaného.

3.1.1 Úrokové sazby

Úrokové sazby jsou považovány za jeden z nejdůležitějších faktorů, které ovlivňují akciové kurzy, neboť jsou s akciovými kurzy v inverzním vztahu. Růstem úrokových sazeb roste i nominální úrokové zhodnocení alternativních a relativně bezpečnějších investic (např. obligací, termínových vkladů) a tím se snižuje poptávka na akciových trzích.

Diskontní sazba představuje úrokovou míru, za kterou si banky mají možnost uložit u ČNB přebytečnou likviditu. Naopak poskytnutí finančních prostředků ČNB komerční bance se úročí lombardní sazbou. Za 2T Repo sazbu pak ČNB odkupuje od obchodních bank jimi eskontované směnky.

Úrokové sazby jsou zachyceny vždy ke konci období, respektive k 31. 12. daného roku. Vývoj těchto úrokových sazeb je zachycen v následující tabulce 3.1.

Tab. 3.1: Vývoj úrokových sazeb (v %)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
2T Repo sazba	2,5	3,5	2,25	1	0,75	0,75
Diskontní sazba	1,5	2,5	1,25	0,25	0,25	0,25
Lombardní sazba	3,5	4,5	3,25	2	1,75	1,75

Zdroj: http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/fintrh_publicace.html

Rok 2006 byl, co se týče dvou týdenní repo sazby, relativně klidný. Změna nastala až ve druhé polovině roku, kdy došlo ke zvýšení této sazby celkem dvakrát, a to vždy o 0,25 p.b., tedy až na úroveň 2,5 %. Důvodem zvýšení byla vyšší inflace a riziko dlouhodobého fiskálního vývoje. Také u diskontní a lombardní sazby došlo během roku ke zvýšení a to o 0,5 p.b. Zvýšení základní sazby ČNB mělo v tomto roce nepatrný vliv na pohyby RPSN⁶ na spotřebu a na nákup bytových nemovitostí.

V roce 2007 pokračoval růst úrokových sazeb, které postupně rostou již od konce dubna 2005. Za rok 2007 se úrokové sazby celkově zvýšily o 1 p.b. V tomto roce rozhodla bankovní rada celkem čtyřikrát o zvýšení limitní sazby pro dvoutýdenní repo operace vždy o 0,25 procentního bodu a dosáhla 3,50 %. Důvodem pro opakované zvyšování sazeb bylo silnění inflačních tlaků v ekonomice ČR, akcelerující spotřeba domácností a dopady fiskální reformy na ekonomiku. Na zvyšování sazeb ČNB reagovaly také banky a zvyšovaly sazby úvěrů, které následně ovlivnily celkovou výši RPSN z úvěrů.

V roce 2008 nebyla ČNB nucena na nárůst inflace reagovat, neboť zdroje růstu cenové hladiny byly spíše dočasné a částečně administrativní. V první polovině roku nedávalo posilování koruny ani příliš velký prostor reagovat na inflační tlaky zvyšováním úrokových sazeb. Po zvýšení v únoru o 0,25 p.b. ponechala ČNB většinu prvního pololetí 2T repo sazbu na 3,75 %. Později však došlo ke zmírnění inflačních tlaků v souvislosti se zpomalením růstu ekonomiky a ČNB opět sazby snížila. V druhé části roku došlo ke třem snížením 2T repo sazby, až na 2,25 %, tempo snižování však nebylo tak razantní jako v případě ECB, Bank of England nebo americké centrální banky Fed.

V roce 2009 pokračovala ČNB v postupném uvolňování své měnové politiky a snížila sazby čtyřikrát. 2T repo sazba klesla z původních 2,25 % na 1,00 %. K tomuto kroku česká centrální banka přistoupila jako jedna z prvních měnových autorit ve světě, a to již v první

⁶ RPSN představuje roční procentní sazbu nákladů a udává tak procentní podíl z dlužné částky, který musí spotřebitel zaplatit za období jednoho roku v souvislosti se splátkami, správou a dalšími výdaji spojenými s čerpáním úvěru.

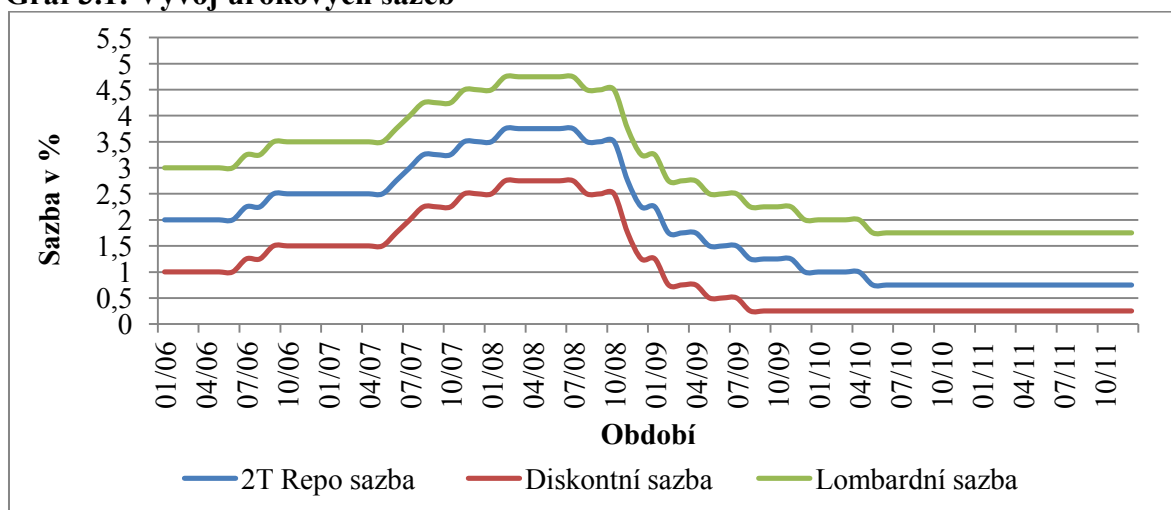
polovině srpna 2008, tedy před tím, než začala hlavní vlna potíží na amerických trzích. Sazby v ČR se tak postupně přiblížily úrovni sazeb klíčových světových centrálních bank.

V následujícím roce, tedy v roce 2010 došlo k dalšímu snížení klíčové sazby 2T repo sazby z původních 1,00 % na 0,75 % čímž tato sazba klesla na historické minimum. Ve srovnání s předchozími lety můžeme pozorovat značné zpomalení dřívějšího uvolňování měnové politiky, neboť v roce 2009 snížila ČNB sazbu 2T repo hned čtyřikrát o kumulativních 1,25 p.b. Opět došlo ke snížení standardního rozpětí 2T repo sazby a diskontní sazby, které dříve činilo 1 p.b., v roce 2010 však toto rozpětí kleslo až na 0,5 %. Důvodem je potřeba nulové výše diskontní sazby, neboť na ni jako na referenční sazbu odkazuje řada legislativních norem a dalších pravidel. V tomto roce dále došlo ke snížení lombardní sazby z 2,00 % na 1,75 %, rozpětí mezi lombardní a 2T repo sazbou však zůstalo stejné, ve výši 1 p.b. Diskontní sazba zůstala v původní výši.

V roce 2011 se nastavení měnově-politických sazeb ČNB, které ovlivňují vývoj tržních úrokových sazeb, neměnilo. ČNB ponechala své základní úrokové sazby na stejné výši jako v roce 2010 a měnová politika centrální banky tak udržuje své sazby na historicky nízkých úrovních. I v případě nejvýznamnějších centrálních bank ve světě lze vidět podobný meziroční vývoj klíčových úrokových sazeb. Bank of England ponechala svou základní úrokovou sazbu na úrovni 0,5 % a americký Fed v intervalu 0,0 až 0,25 %. Pouze ECB svou hlavní sazbu nejdříve dvakrát zvýšila, a to vždy o 0,25 p.b., aby následně přistoupila k jejímu postupnému snížení zpět na hodnotu 1,0 %.

Následující graf 3.1 zachycuje vývoj úrokových sazeb od roku 2006 až do roku 2011.

Graf 3.1: Vývoj úrokových sazeb



Zdroj: Vlastní zpracování

Co se týče prognózy vývoje úrokových sazeb v následujícím období, můžeme předpokládat, že sazby se v roce 2012 budou držet na nízké úrovni jako v roce 2011, neboť utažení měnové politiky v blízké budoucnosti není předpokládáno. V tomto roce však již nebude docházet k dalšímu snižování, naopak může dojít ke zvýšení u 2T repo sazby.

3.1.2 Inflace

Další důležitou makroekonomickou veličinou je inflace neboli všeobecný růst cenové hladiny. Míra inflace vyjádřená přírůstkem průměrného ročního indexu spotřebitelských cen vyjadřuje procentní změnu průměrné cenové hladiny za 12 posledních měsíců proti průměru 12-ti předchozích měsíců.

Inflace má na akciové kurzy při stabilní ekonomické situaci neutrální vliv. V případě, kdy inflace neočekávaně vzroste, tak se ekonomická nejistota promítne také na akciový trh, což zapříčiní relativní znehodnocení akciových kurzů.

Tabulka 3.2 zachycuje vývoj míry inflace za sledované období, tedy od roku 2006 do roku 2011.

Tab. 3.2: Vývoj inflace (v %)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Míra inflace	2,5	2,8	6,3	1	1,5	1,9

Zdroj: <http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/home>

Po většinu roku 2006 byla inflace vyšší než v předchozím roce, avšak její pohyb byl v těsné blízkosti inflačního cíle⁷. Ke zvýšení vedlo především zrychlení růstu cen elektřiny, tepla a zemního plynu pro domácnosti. Ve čtvrtém čtvrtletí se inflace prudce snížila až k dolní hranici tolerančního pásma inflačního cíle. V průběhu zbytku roku se meziroční inflace jen velmi mírně zvyšovala.

Inflace se v průběhu roku 2007 postupně zvyšovala. Vzednutí inflační vlny se týkalo jak cen na světových komoditních trzích, tak i cen výrobců a spotřebitelů. Na zrychlení růstu míry inflace se podílely zejména ceny ropy a potravin. Inflace měřená harmonizovaným indexem spotřebitelských cen byla v prvních čtyřech měsících roku 2007 pod úrovní inflace v zemích EU, ve zbývajících měsících byla naopak výrazně vyšší.

⁷V období 2006 až 2009 byl cíl ČNB stanoven v podobě meziročního přírůstku indexu spotřebitelských cen (CPI) ve výši 3 % s tolerančním pásmem ± 1 procentní bod. Od roku 2010 ČNB snížila inflační cíl na 2 % s nezměněným tolerančním pásmem.

Na počátku roku 2008 se inflace významně zvýšila, a navázala tak na svůj prudký růst započatý již v závěru předešlého roku. Důvodem takového vývoje byl dopad jednorázových proinflačních nákladových vlivů částečně spojených s vývojem v zahraničí. Inflace v tomto roce byla také značně ovlivněna reformou veřejných financí a zvýšením příspěvku ostatních administrativních opatření. Mezi další faktory vyšší inflace patří zejména zvýšení spotřební daně z cigaret, růst cen elektřiny a zvýšení regulovaného nájemného. Rok 2008 byl rokem vystupňování světové finanční a hospodářské krize, která se promítla i do vývoje domácí ekonomiky. Její dopady byly nejvýraznější v posledním čtvrtletí roku, kdy přispěly k výraznému snížení inflace, na kterou pak ČNB reagovala trojím snížením úrokových sazeb celkově o 1,5 p.b. Inflace navrátila zpět do tolerančního pásma inflačního cíle až po snížení cen komodit na světových trzích v závěru roku.

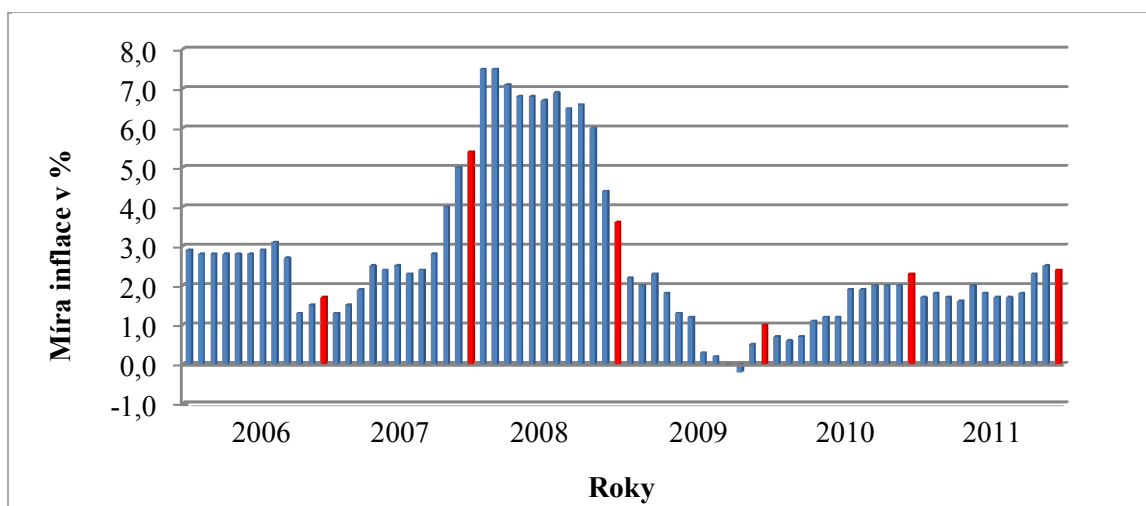
V návaznosti na prudký pokles ekonomické aktivity klesla v průběhu roku 2009 rychle i inflace. Inflace se postupně snižovala, až v září dosáhla mírně záporné hodnoty -0,2 %. K poklesu inflace a hospodářskému útlumu došlo i přes výrazné uvolnění měnové a fiskální politiky. Ve zbývajících měsících roku sice růst spotřebitelských cen zrychlil, ale i přesto se nadále nacházel pod dolní hranici tolerančního pásma inflačního cíle. Na tento vývoj ČNB reagovala snižováním klíčových úrokových sazeb. Inflace se snížila zejména důsledkem odeznění zpožděných dopadů změn nepřímých daní a zpomalování růstu regulovaných cen na pozadí pouze minimálního či záporného růstu cen ostatních složek spotřebního koše.

Průměrná míra inflace za rok 2010 dosáhla 1,5 %, což byla po letech 2003 a 2009 třetí nejnižší hodnota od roku 1989. Inflace se v prvním čtvrtletí nacházela mírně pod dolní hranici tolerančního pásma vlivem zpomalení růstu regulovaných cen, od července se však začala pohybovat kolem dvouprocentního cíle, a to díky zrychlení růstu regulovaných cen a zmírnění poklesu cen potravin. Nízká inflace umožnila ČNB snížit klíčové úrokové sazby o dalších 0,25 p.b. V průběhu roku vzrostly ceny o 2,3 %, z toho administrativní opatření přispěla 1,6 p.b., kde 1,1 p.b. bylo dáno vlivem zvýšení obou sazeb DPH o 1 p.b. a zvýšení spotřebních daní z pohonných hmot a alkoholických nápojů.

V průběhu roku 2011 se inflace nacházela většinou poblíž dvouprocentního cíle, až v závěru roku došlo k nárůstu inflace nad úroveň dvou procent, což bylo způsobeno zejména částečným promítnutím plánovaného zvýšení sazby DPH do cen potravin. Z hlediska inflačního cíle 2 % byl tento rok nejúspěšnější od začátku cílování inflace. Míra inflace za celý rok dosáhla 1,9 %. K nízké inflaci přispíval mimo jiné i mírně posilující kurz koruny, který tlumil, alespoň částečně, cenové dopady vysokých světových cen komodit a potravin.

Graf 3.2 zachycuje meziroční vývoj míry inflace v %.

Graf 3.2: Vývoj míry inflace v %

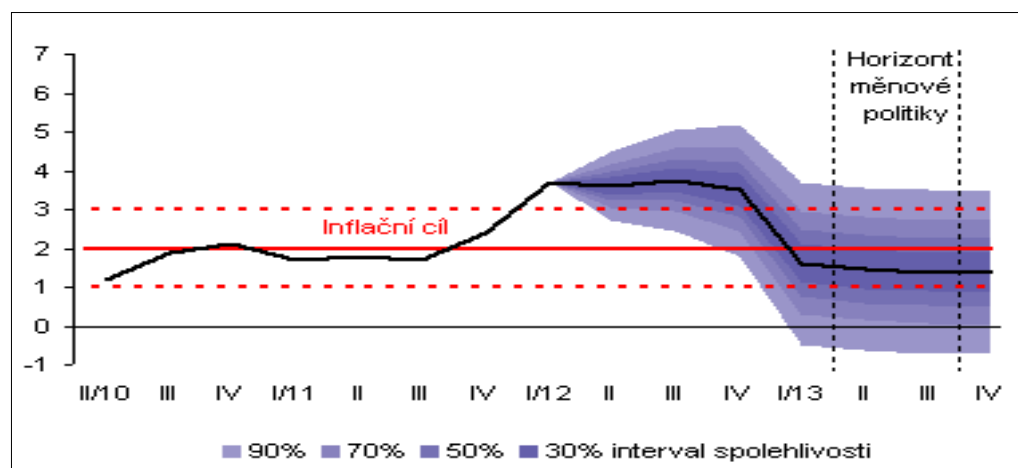


Zdroj: <http://www.kurzy.cz/makroekonomika/inflace/?G=4&A=2&page=5>

Prognóza pro rok 2012 zní, že celková inflace v důsledku zvýšení DPH dostatečně vzroste těsně nad 3 %. Zdrojem inflace budou nadále především regulované ceny a ceny potravin, ve kterých se předčasně promítá právě dopad změny DPH. Od začátku roku 2013 se pak inflace, dle prognózy, sníží do spodní poloviny tolerančního pásma inflačního cíle.

Následující graf zobrazuje prognózu inflace pro další období. Vějířový graf zachycuje nejistotu budoucího vývoje inflace spotřebitelských cen. Nejtmavší pásmo kolem středu prognózy odpovídá vývoji, který nastane s 30 % pravděpodobností. Rozšiřující se pásma zobrazují postupně vývoj s pravděpodobností 50%, 70 % a 90 %.

Graf 3.3: Prognóza vývoje inflace pro rok 2012



Zdroj: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/prognoza/index.html

3.1.3 Hrubý domácí produkt

Ukazatel HDP se používá pro stanovení výkonnosti ekonomiky a jedná se tedy o základní národohospodářský ukazatel. Pokud je stabilní růst HDP má to na ekonomické subjekty velmi pozitivní vliv. Podle teorie vývoj akciového trhu předbíhá vývoj ekonomiky asi o 6 měsíců a to z důvodu prozíravosti investorů, kteří jsou schopni předvídat růst HDP, čímž se zpětně ovlivní i růst produktu, protože díky růstu akciového trhu stoupá také reálný majetek akcionářů, kteří jsou pak bohatšími a více utrácí, čímž roste agregátní poptávka a zároveň také produkt.

Tab. 3.3: Vývoj HDP

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
HDP (mld. Kč)	3 222,4	3 535,5	3 689,0	3 628,1	3 667,6	3 807,2
HDP (růst v %)	6,8	6,1	2,5	-4,1	2,2	1,7

Zdroj: <http://www.kurzy.cz/makroekonomika/hdp/?G=3&A=2&page=1>

V roce 2006 pokračoval rychlý růst ekonomiky. Hlavním růstovým faktorem však nebyl zahraniční obchod, ale tvorba hrubého fixního kapitálu a výdaje na konečnou spotřebu. Čeští exportéři jsou i nadále schopni čelit posilování koruny, avšak podíl zahraničního obchodu na růstu HDP poklesl. Naopak zrychluje růst spotřeby domácností, která je částečně financována dluhově.

Rok 2007 potvrdil stabilitu vývoje hospodářství ČR na vysoké úrovni, dosažený růst byl nejvyšší v historii, čímž se ČR zařadila ke skupině rychle rostoucích zemí. Na hodnotě HDP se podílely zejména spotřebitelské výdaje domácností, jejichž přírůstek byl větší než přírůstek hrubého disponibilního důchodu domácností, takže klesla míra jejich hrubých úspor. Příčinou bylo i zrychlení růstu cen a jejich větší váha na hodnotovém přírůstku spotřebitelských výdajů domácností. Na meziročním zvýšení HDP v roce 2007 reálně o 6,5 % se nejvíce podílel přírůstek výdajů na konečnou spotřebu. Také čistý vývoz přispěl k růstu HDP, když převýšil kladný vliv vývozu nad záporným vlivem dovozu.

V roce 2008 došlo ke zvolnění růstu HDP po předchozím vysokém tempu jeho přírůstku. V průběhu roku se souhrnný výkon české ekonomiky značně zhoršoval. Růst HDP za rok 2008 reálně o 3,2 % byl rychlejší než v západoevropských státech, kde došlo ke značnému ekonomickému útlumu. Závažnější než nižší dynamika HDP byla skutečnost, že se prudce snížil růst hrubého domácího důchodu. Bylo to v důsledku významného zhoršení směnných relací, tedy relace vývozních a dovozních cen. Struktura HDP se změnila meziročně ve prospěch výdajů na konečnou spotřebu, jejichž podíl se zvýšil z 68,5 % na 70

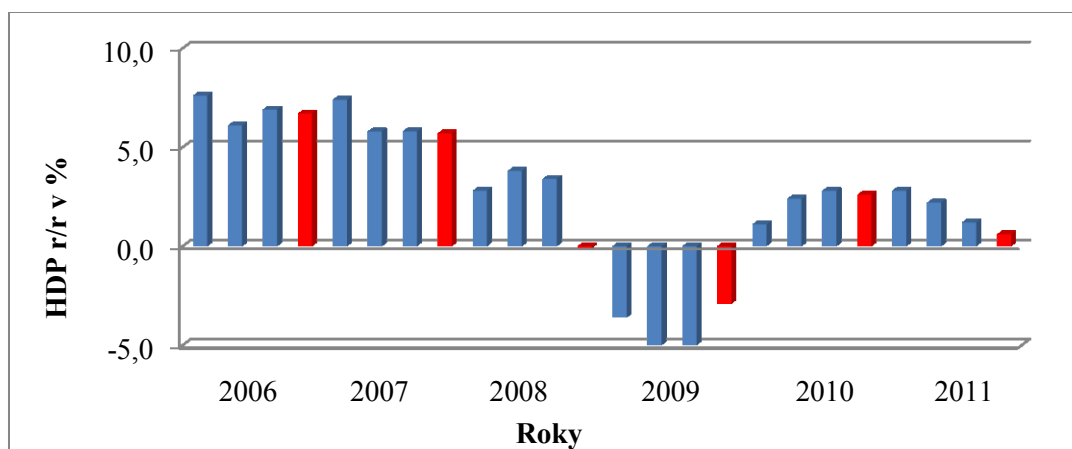
% . Podíl výdajů na tvorbu hrubého kapitálu se přitom snížil z 26,5 % na 25 %, k čemuž ve větším rozsahu vedla tvorba zásob než výdaje na fixní kapitál.

Pokles souhrnné výkonnosti ekonomiky v roce 2009 byl významný, reálně o 4,2 %, čímž se také potvrdil tvrdý dopad hospodářské krize na ekonomiku. Na snížení výkonnosti měl větší vliv pokles produktivity práce než pokles zaměstnanosti. Meziročně se HDP snižoval od 4. čtvrtletí 2008 do 2. čtvrtletí 2009, poté již mírně rostl. Rostoucí výdajovou složkou HDP byla jen končená spotřeba.

Výstup ekonomiky z krize začal v 3. čtvrtletí 2009, v němž HDP proti předchozímu čtvrtletí reálně vzrostl. K meziročnímu růstu došlo však poprvé až v 1. čtvrtletí roku 2010. Za celý rok 2010 se HDP reálně zvýšil o 2,2 %. Na straně výdajů ovlivnila tento růst tvorba kapitálu, která stoupla o 4,2 % především v přírůstcích zásob, přičemž investice byly meziročně o 4,6 % nižší. Silnou dynamiku zaznamenal export a import zboží a služeb. Na tento vývoj měli také vliv výdaje na konečnou spotřebu a na straně zdrojů vzrostla hrubá přidaná hodnota reálně a převýšila dynamiku HDP.

V roce 2011 HDP reálně vzrostl o 1,7 %. V prvním pololetí k ekonomickému oživení ekonomiky přispěl růst zahraničního obchodu, všechny ostatní složky HPD zaznamenaly pokles. Tento vývoj byl způsoben především pokračujícím růstem exportních trhů, především pak rychle rostoucí globální ekonomiky BRICS⁸. Ve druhém pololetí roku však ekonomika následkem stupňování dluhové krize v eurozóně stagnovala, až mírně klesala. K recesi přispěla nejen slábnoucí zahraniční poptávka, ale i domácí konsolidace veřejných rozpočtů snižující vládní výdaje, která brzdila růst spotřeby domácností.

Graf 3.4: Vývoj HDP v období od 1Q/2006 – 4Q/2011

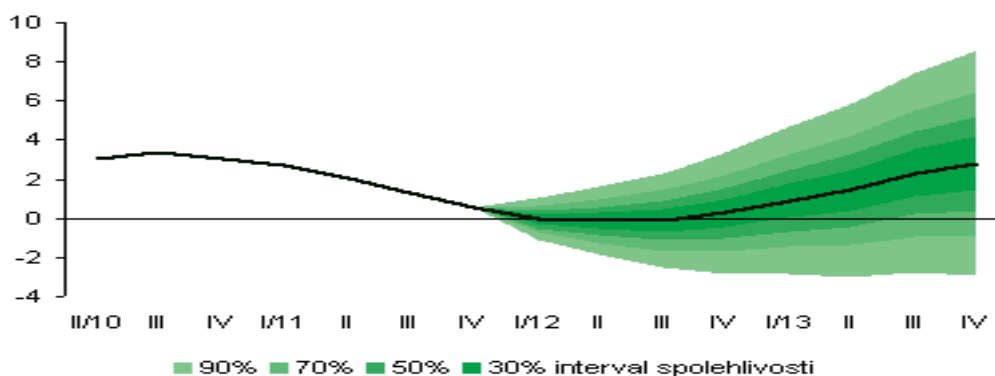


Zdroj: <http://www.kurzy.cz/makroekonomika/hdp/?G=3&A=2&page=1>

⁸ BRICS je označení společného hospodářského uskupení Brazílie, Ruska, Indie, Číny a Jižní Afriky.

Pro rok 2012 se předpokládá, že česká ekonomika bude celkově stagnovat. Čistý vývoz a investice do zásob budou růst HDP brzdit, ostatní složky poptávky jen mírně porostou. Zpomalení zahraniční poptávky a pokračující konsolidace veřejných rozpočtů bude působit i na domácí poptávky a způsobí tak její útlum. Můžeme očekávat, že HDP opět poroste v roce 2013, a to o 1,9%, v souvislosti s oživením zahraniční poptávky. Následující graf zachycuje prognózu vývoje HDP pro další období.

Graf 3.5: Prognóza vývoje HDP



Zdroj: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/prognoza/#HDP

3.1.4 Peněžní zásoba

Nabídka peněz v ekonomice je s akciovým trhem v neinverzním vztahu. Pokud nabídka peněz roste, tak má přímý vliv na růst akciových kurzů díky efektu vyšší likvidity a také díky tomu, že s růstem peněžní nabídky jsou úrokové sazby nižší než při restriktivní měnové politice.

Úzké peníze (M1) zahrnují oběživo (mince a bankovky) a jednodenní vklady. Střední peníze (M2) zahrnují M1 a dále vklady se splatností do dvou let a vklady s výpovědní lhůtou do tří měsíců. Široké peníze (M3) mimo M2 zahrnují také obchodovatelné nástroje emitované sektorem měnových finančních institucí. Dále zde pak patří některé nástroje peněžního trhu, zejména akcie/podílové listy fondů peněžního trhu a repo operace. V tabulce 3.4 je zachycen vývoj těchto peněžních agregátů za sledované období.

Tab. 3.4: Vývoj peněžní zásoby (v %)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
M1	14,7	15,7	9,7	6,1	7,8	6,0
M2	14,6	17,0	14,0	0,8	0,3	3,7
M3	13,8	16,7	13,1	0,4	0,0	3,1

Zdroj: <http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/home>

V průběhu roku 2006 vzrostl objem peněz v oběhu o 11,7 % a dosáhl tak hodnoty 321,5 mld. Kč. Tempo růstu objemu peněz v ekonomice je dáno silnou úvěrovou emisí způsobující růst čistých domácích aktiv. Agregát M2 oproti předchozímu roku stoupl o 9,9 % a převýšil tak tempo růstu nominálního HDP. Ekonomika České republiky tak vynakládala více peněz na vytvoření přidané hodnoty.

Zásoba peněz v ekonomice měřená agregátem M2 stoupla podle národního měnového přehledu koncem roku 2007 o 13,2 %. Její silný meziroční růst souvisel s vrcholící ekonomickou konjunkturou. V roce 2007 došlo k výraznému zvýšení oběživa a netermínovaných vkladů, na straně aktiv pak zrychlující úrovně expanze. V tomto roce také došlo k rekordnímu přírůstku úvěrů poskytnutých domácnostem a to meziročně téměř o pětinu. Také úvěry firem stoupaly a to o 157 mld. Kč. Co se týče vkladů domácností u obchodních bank, tak ty stouply o 10,6 %, což je nejvyšší meziroční růst od roku 2001. Depozita domácností jsou trvale hlavním zdrojem peněz, které sytí ekonomický růst. V roce 2007 stouply o 118 mld. Kč. Na růst bankovních depozit měly vliv zlepšené úrokové podmínky, sazby z nově uložených peněz domácností, které rostly.

V roce 2008 tempo růstu zásoby peněz v ekonomice významně pokleslo na nejnižší meziroční přírůstek od roku 2004. Zatímco růst peněz v oběhu byl ve srovnání s tempem peněžní zásoby dvojnásobný, na jejím zpomalení působila především výrazná ztráta tempa netermínovaných vkladů. Na straně aktiv došlo k prudkému zpomalení růstu úvěrů domácnostem a zejména podnikům. Také růst čistých domácích aktiv byl podstatně menší než v předcházejícím roce vlivem prudkého útlumu úvěrové aktivity.

V roce 2009 pokračoval pokles peněžní zásoby M2 a dynamiku domácích úvěrů udržoval pouze vládní sektor. Zásoba peněz v české ekonomice dosáhla koncem roku 2 753,5 mld. Kč. Přírůstek domácích aktiv byl nejnižší od února 2006, neboť úvěrová expanze výrazně polevila. Přírůstek domácích úvěrů obstaral pouze vládní sektor, kdy se čistý úvěr vládě zvýšil vlivem stavu státních financí o 68,2 %. Úvěry firmám a domácnostem stagnovaly. Domácnosti v roce 2009 zrovnoměrnily svá depozita a znovu oživly své termínované vklady navýšením úložek meziročně o 6,6 %. Firemní depozita zůstala na zhruba téže úrovni jako v závěru minulého roku.

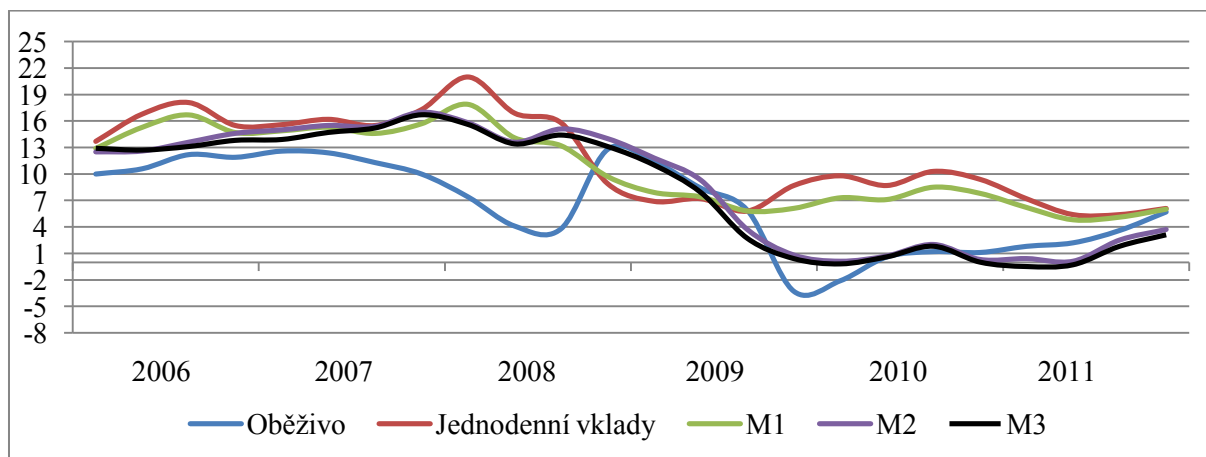
Zásoba peněz v roce 2010 vzrostla meziročně nejpomaleji v novodobé historii ekonomiky ČR. Peněžní zásoba M2 stoupla proti stejnému období 2009 o 3,3 % a dosáhla 2,845 bil. korun. Veškerý růst se odehrál během 4. čtvrtletí a k růstu peněz v ekonomice přispěla podstatným meziročním zvýšením netermínovaná (jednodenní) depozita, která vzrostla o 18,7 %. Ostatní vklady výrazně poklesly z důvodu zvyšování

konkurenceschopnosti vkladových subjektů a zvyšování likvidity finančních prostředků klientů uložených na vkladových účtech.

V roce 2011 zásoby peněz v české ekonomice opět rostly, na růstu se podílel přírůstek jednodenních vkladů o 7,1 % a nárůst domácích úvěrů o 9,9 %. Celkem tak vykázal peněžní agregát M2 meziroční růst o 5,2 % a dosáhl 2993,8 mld. Kč.

Následující graf zachycuje vývoj peněžních agregátů kvartálně ve sledovaném období, a to konkrétně oběživa, jednodenních vkladů a peněžních agregátů M1, M2 a M3 celkem.

Graf 3.5: Roční tempo růstu peněžních agregátů v %

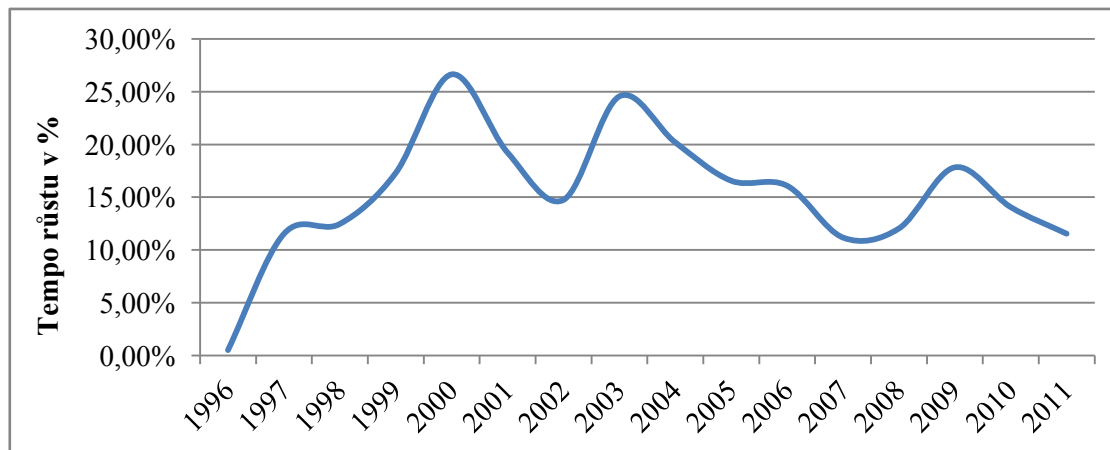


Zdroj: Vlastní zpracování na základě http://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.VYSTUP

3.1.5 Fiskální politika

Akciové trhy jsou ovlivňovány také veřejným dluhem v rámci fiskální politiky. Graf 3.6 zachycuje tempo růstu státního dluhu.

Graf 3.6: Tempo růstu státního dluhu

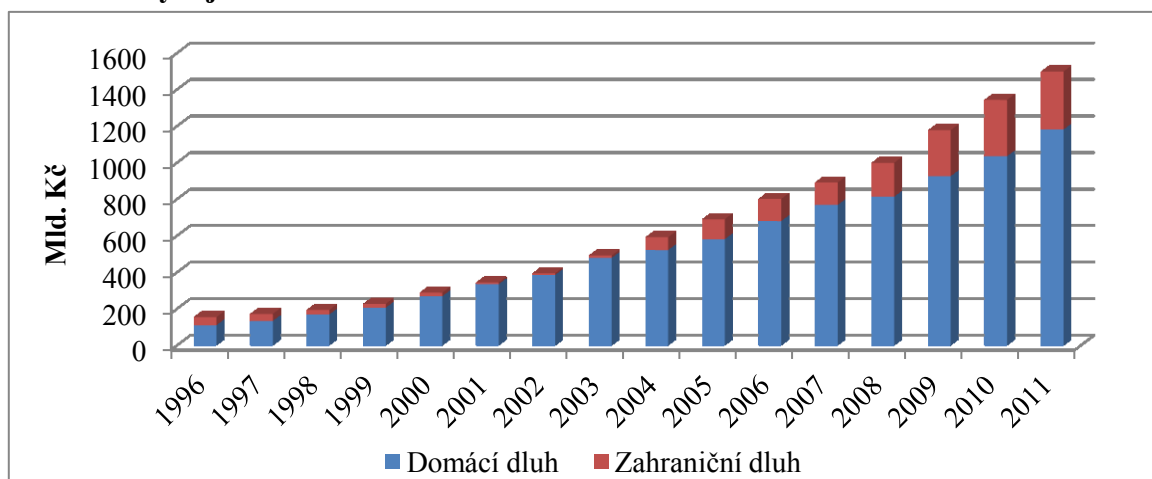


Zdroj: Vlastní zpracování na základě <http://www.mfcr.cz/>

Státní dluh představuje více než 90 % celkové hrubé zadluženosti sektoru vládních institucí národního hospodářství. Schodkové hospodaření státního rozpočtu je hlavním zdrojem růstu státního dluhu, ke kterému dochází od roku 1996. Největší tempo růstu státního dluhu můžeme vidět v roce 2000, kdy se státní dluh zvýšil o 26,66 %. V dalších dvou letech došlo k poklesu tempa růstu, tento pokles však neměl dlouhého trvání a v roce 2003 došlo opět k růstu, kdy se státní dluh zvýšil o 24,58 %. Od roku 2003 se tempo růstu, díky ekonomické expanzi snižovalo. Až od roku 2008 začalo tempo růstu, díky finanční krizi, která dostihla i Českou republiku, stoupat. V roce 2010 tempo růstu státního dluhu pokleslo a jeho pokles trvá až do současnosti.

Graf 3.6 zachycuje podíl domácího a zahraničního dluhu na celkovém státním dluhu.

Graf 3.7: Vývoj státního dluhu



Zdroj: Vlastní zpracování na základě <http://www.mfcr.cz/>

Vývoj státního dluhu má od roku 1996 až do současnosti rostoucí trend. Hlavní složku státního dluhu tvoří domácí dluh, ale od vstupu do Evropské unie, v roce 2004, začal také stoupat podíl zahraničního dluhu na celkovém státním dluhu. Do fiskální politiky patří také výše sazby daně. Atraktivitu investice ovlivňuje nejen její současná hodnota a riziko s ní spojené, ale také výše zdanění dividend. Na vývoj akciových kurzů má přímý vliv právě zdanění, a to zdanění jak konkrétní akciové společnosti, tak zdanění dividend. Od roku 2006 dochází ke snižování sazby daně, což má pozitivní vliv na zvyšování zisků společnosti. V České republice se zdanění dividend provádí pomocí srážkové daně, která je ve výši 15 %. Sazba daně právnických osob, jak již bylo výše zmíněno, rok od roku klesá. V roce 2006 tato sazba činila 26 %. Postupně se snížila na 24 %, pak na 21 %, 20 % až na současných 19 %.

3.2 Odvětvová analýza

Odvětvová analýza sleduje charakteristické znaky a specifikace odvětví, v němž daná společnost působí. Tato společnost dle klasifikace ekonomických činností CZ-NACE patří do sekce J – Informační a komunikační činnosti, konkrétně do CZ-NACE 61. CZ-NACE funguje od 1. 1. 2008, kdy nahradila odvětvovou klasifikaci ekonomických činností OKEČ.

Činnost společnosti Telefónica Czech Republic je charakterizována jako zřizování a provoz telekomunikační sítě, mobilní operátor, vysokorychlostní internet, telefony a zařízení. Mezi základní charakteristické znaky tohoto odvětví patří:

- citlivost na změny hospodářského cyklu (sektor telekomunikací vykazuje menší citlivost na stav hospodářského cyklu než jiná odvětví),
- struktura odvětví,
- míra regulace ze strany státu.

Následující tabulka zachycuje vývoj relevantního trhu. Pro výpočet relevantního trhu vycházíme z tržeb společnosti Telefónica a z tržeb odvětví telekomunikační činnost CZ-NACE 61.

Tab. 3.5: Velikost a vývoj relevantního trhu (v mil. Kč)

Roky	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Tržby v odvětví CZ-NACE 61	137 947	144 847	144 655	137 639	128 773	121 498
Tržby Telefóniky CR, a.s	61 268	63 196	64 709	59 889	55 712	52 875
Velikost relevantního trhu	137 947	144 847	144 655	137 639	128 773	121 498
Růst relevantního trhu	-	5,00%	-0,13%	-4,85%	-6,44%	-5,65%

Zdroj: Vlastní zpracování na základě <http://www.czso.cz> a Výročních zpráv společnosti

Z výše uvedené tabulky je jasné, že relevantní trh od roku 2008 klesá. V roce 2010 došlo dokonce k poklesu relevantního trhu o 6,44 %, přičemž tento pokles pokračuje až do současnosti.

Společnost Telefónica Czech Republic, a.s. má vysoký podíl na trhu. Tržní podíl se pohybuje kolem 43 % jak je vidět v následující tabulce.

Tab. 3.6: Vývoj tržního podílu společnosti Telefónica Czech Republic, a.s.

Roky	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Tržní podíl	44,41 %	43,63 %	44,73 %	43,51 %	43,26 %	43,52 %

Zdroj: Vlastní zpracování

3.2.1 Telekomunikační trh v České republice

Telefónica Czech republic je předním integrovaným telekomunikačním operátorem na českém trhu. V České republice má trh mobilních operátorů formu oligopolu a mezi hlavní konkurenty této společnosti patří T-Mobile Czech Republic, a.s. a Vodafone Czech Republic, a.s. Co se týče tržního podílu společnosti, ten v posledních letech, zejména ve prospěch Vodafonu Czech Republic, klesá. V roce 2005 byla Telefónica hlavním poskytovatelem jak v oblasti mobilních, tak fixních telekomunikačních linek. V oblasti mobilních služeb ji však v dalších letech předběhla společnost T-Mobile Czech Republic, a proto je společnost Telefónica v této oblasti v současnosti dvojkou. Celkově, spolu s poskytováním fixních telekomunikačních linek, je však Telefónica jedničkou na trhu.

Vývoj telekomunikačního trhu v České republice v roce 2006 potvrdil trendy z předcházejících let a oproti předcházejícímu roku rostl zhruba o 3 %. Celkový růst trhu, který je měřen výnosy, však za růstem HDP zaostával, a to zejména díky poklesu výnosu na trhu pevných linek o 24 %. Na druhé straně je nutné poznamenat, že poptávka po datových, internetových a dalších službách nadále rostla. Co se týče konkurence, ta během roku rostla v oblasti hlasových služeb, neboť na trh vstoupili dva největší kabeloví operátoři, kteří nabízeli hlasové služby za konkurenční ceny.

I v dalším roce telekomunikační trh rostl podobně jako v roce 2006, a to o 4 %. V roce 2007 celkový růst trhu, měřený výnosy, zaostával za růstem HDP přibližně o 2 procentní body. V květnu 2007 vstoupil na trh nový operátor U:Fon. Tuto síť provozuje společnost MobilKom, která je vlastněná finanční skupinou Penta. U:Fon nabízí vysokorychlostní internet, volání a svým firemním zákazníkům celoplošnou službu digitálních vysílaček. Ke konci roku, podle sdělení společnosti MobilKom, dosáhl počet jejich zákazníků 32 740. Co se týče výnosu pevných linek, ty byly v roce 2007 meziročně stabilní a stejně tak tomu bylo v i roce 2008. Výnosy mobilního trhu vzrostly meziročně o 7 %. Oproti roku 2006 se v roce 2007 zvýšil podíl provozu generovaného v mobilních sítích na celkovém provozu z přibližně 69 % na 76 %. Co se týče internetu, tak v této oblasti došlo během roku 2007 především k navyšování rychlosti připojení. Do oblasti ADSL pronikl nově T-Mobile, který kromě mobilního internetu nabídl připojení internetu přes pevnou linku. Za rok 2007 dosáhl čistý přírůstek zákazníků výše 729 tisíc oproti 874 tisícům zákazníků v roce 2006. Nejvyšší čistý přírůstek zákazníků zaznamenala právě společnost Telefónica a to ve výši 262 tisíc. Druhé nejvyšší hodnoty dosáhl Vodafone s 245 tisíci a dále pak T-Mobile s hodnotou

222 tisíc. Meziročně vzrostl počet mobilních zákazníků zhruba o 5,9 % (na 13 055 tisíc) oproti 7,6 % v roce 2006.

Největší změny v roce 2008 nastaly v oblasti poskytování služeb ADSL. V březnu společnost Telekom Austria Czech Republic (poskytující své služby pod značkou VOLNÝ) uvedla na trh tzv. nahé ADSL, které umožnilo zákazníkům připojení k internetu bez nutnosti placení za hlasový tarif na pevné lince. Počátkem dubna 2008 společnost Telefónica zrušila datové limity pro přenos dat a umožnila svým zákazníkům neomezené stahování dat. Ke zrušení limitů přistoupili také další operátoři. Nestandardní technologie přístupu k internetu založené na bázi Wi-Fi si stejně jako v roce 2007 drží silné postavení. Počet uživatelů meziročně vzrostl přibližně o 12 %. V roce 2008 ve srovnání s předešlými léty zaznamenalo tempo růstu telekomunikačního trhu mírný pokles a dosáhl zhruba 1,5 %, což bylo způsobeno především nižší celkovou spotřebou na maloobchodním trhu. V tomto roce zaostával celkový růst trhu za růstem HDP o zhruba 1,5 procentních bodů. Výnosy mobilního trhu meziročně vzrostly přibližně o 3 %. Oproti předcházejícímu roku se zvýšil podíl provozu generovaného v mobilních sítích na celkovém provozu na 81%. Výnosy trhu pevných linek za rok 2008 dosáhly stejně jako v roce 2007 a 2006 hodnoty přibližně 52 miliard Kč. Pokles výnosů z hlasových služeb byl kompenzován zejména rychlým růstem internetu placené televize. V roce 2008 dosáhl čistý přírůstek zákazníků počtu 567 tisíc zákazníků. Meziročně čisté přírůstky zákazníků poklesly o 28 %. Významnou událostí v roce 2008 se stalo spuštění prodeje mobilního telefonu iPhone. Telefónica a T-Mobile začali iPhone prodávat na svých prodejnách o půlnoci dne 22. srpna 2008 a Vodafone spustil prodej nejprve pouze přes e-shop. Ke změnám na mobilním trhu přispěl i operátor MobilKom (sít' U:fon), když v červnu spustil mobilní hlasové služby ve své CDMA síti a svým zákazníkům nabídl 4 hlasové tarify s voláním ve vlastní síti zdarma. V průběhu roku 2008 všichni operátoři přizpůsobili své ceny za roamingové hlasové služby regulačním požadavkům Evropské unie. Během roku došlo také k rozšíření technologií, rozvoji v oblasti datových tarifů a internetu v mobilu.

V roce 2009 byl vývoj na českém telekomunikačním trhu poznamenán poklesem ekonomiky, který se na trhu projevil celkovým snížením tržeb. Vzhledem k menší citlivosti telekomunikačního sektoru na hospodářský cyklus to sice nebylo tak výrazné jako v jiných odvětvích, přesto však v porovnání s minulými léty byl pokles značný. Výnosy z pevných linek v tomto roce meziročně klesly přibližně o 9 %, naopak výnosy mobilního trhu meziročně vzrostly o 6 %. I v tomto roce pokračoval růst podílu provozu generovaného v mobilních sítích, a to o 2 procentní body. V tomto roce také začaly společnosti Telefónica, Vodafone a T-Mobile nabízet možnost kombinovat mobilní a fixní služby. Naplno se rozvíjel

trh placené i volně šířené televize. V průběhu roku došlo v České republice k rozšíření pokrytí pozemní digitální televizí DVB-T. I přes tento konkurenční tlak si služba O₂ TV dokázala najít své místo na trhu a na konci roku registrovala 138 tisíc uživatelů. Společnost UPC rozšířila během roku svou nabídku internetového připojení umožňující stahovat data rychlostí až 50 nebo 100 Mb/s. UPC také rozšiřovala nabídku televizních programů, navyšovala počet televizních kanálů s vysokým rozlišením (HD) a digitalizovala šíření televizní nabídky. I přes pokles české ekonomiky v roce 2009 zaznamenali všichni mobilní operátoři nárůst zákazníků. Čistý přírůstek za rok 2009 dosáhl výše 229 tisíc uživatelů. V červenci roku 2009 uvedla Telefónica jako první operátor v ČR tarif, který byl zbaven měsíčních poplatků a smluvního závazku. Rok 2009 byl také ve znamení úspěchu tarifů s neomezenou nebo zvýhodněnou komunikací v rámci zvolené skupiny osob. Vývoj na mobilním trhu v posledních letech potvrzoval jasný trend rostoucí poptávky po mobilním širokopásmovém připojení.

V roce 2010 byl vývoj českého telekomunikačního trhu ovlivněn postupným zotavením ekonomického vývoje, kdy došlo zhruba k dvouprocentnímu růstu ekonomiky. Zejména na počátku roku pokračoval tlak zákazníků na ceny v důsledku optimalizace jejich spotřeby a výdajů na služby a zboží. Na vývoj mobilního trhu měla také vliv pokračující regulace terminačních, neboli propojovacích poplatků a mezinárodního roamingu. Následkem toho došlo na tomto trhu ke zpomalení růstu nových zákazníků a k poklesu tržeb meziročně o 7 %. Česká republika se v rámci Evropské unie dlouhodobě řadí mezi státy s vysokým podílem provozu v mobilních sítích. Přesto i nadále podíl nahrazování fixního hlasového provozu mobilním roste. Rok 2010 byl ve znamení rostoucí poptávky po datových službách, proto ze strany operátorů došlo k rozšíření pokrytí sítí 3G a vylepšení nabídky produktů z této oblasti. Výnosy na trhu pevných linek klesly přibližně o 8 %, avšak tento pokles byl částečně kompenzován růstem výnosů z vysokorychlostního internetu, IT služeb a zákaznických řešení. V září společnost Dial Telecom a.s. převzala firemní a velkoobchodní zákaznickou bázi společnosti Volný, čímž posílila pozici na českém telekomunikačním trhu. Všichni operátoři v průběhu roku zdokonalovali nabídku internetu v mobilu spolu s nabídkou chytrých telefonů. Na konci prvního pololetí došlo díky regulace ze strany Evropské unie, ke snížení cen hlasových služeb a SMS posílaných ze zahraničí. Povinně byl zaveden i tzv. data roaming limit, ve výši 1 500 Kč, jehož cílem byla ochrana zákazníků před neočekávanými účty za používání internetu v zahraničí.

V prvním pololetí roku 2011 zaznamenal telekomunikační trh pokles, jehož důvodem byly obtížné ekonomické podmínky na trhu, včetně silné konkurence a další snížení terminačních poplatků. V druhé části roku se situace mírně zlepšila díky stabilizace spotřeby

rezidentních zákazníků v mobilním segmentu. Všichni operátoři směřovali své investice do zlepšení svých sítí vysokorychlostního internetu a zvýšení kapacity sítí s cílem dosáhnout budoucího růstu. V tomto roce začali na českém trhu působit dva noví virtuální operátoři, a to operátor OpenCall, který využíval síť U:fon a Mujoperator, který své služby rovněž poskytuje v síti U:fon provozovaný společností MobilKom a.s.

3.2.2 Regulace odvětví

Aktivity v segmentu pevných i mobilních linek jsou předmětem dohledu a regulačních zásahů ze strany regulačních orgánů, jako je Český telekomunikační úřad (ČTÚ). Významně může hospodaření společnosti ovlivnit i rozhodnutí Evropské komise, jako např. regulace mezinárodního roamingu. Dohled a regulace jsou tedy prováděny jak na národní, tak na celoevropské úrovni.

Regulace je nejčastěji prováděna prostřednictvím:

- legislativních změn,
- změn v oblasti analýz trhů a produktové regulace,
- změn v oblasti poskytování univerzální služby, státní politiky a podpory v oblasti vysokorychlostního přístupu k internetu.

3.3 Firemní analýza

Telefónica Czech Republic (dále jen Telefónica) je akciovou společností se sídlem v České republice a je předním integrovaným telekomunikačním operátorem na českém trhu. Tato společnost byla založena podle § 171 odst. 1a a podle § 172 odst. 2 a 3 Obchodního zákoníku a jediným zakladatelem společnosti je Fond národního majetku České republiky. Jedná se o hlavního dodavatele fixních telekomunikačních služeb a je jedním ze čtyř poskytovatelů služeb v oblasti mobilní telefonie v České republice. V současnosti provozuje téměř sedm miliónů mobilních a pevných linek, což z ní činí jednoho z vedoucích poskytovatelů plně konvergentních služeb na světě.

S účinností od 16. května 2011 se obchodní název společnosti Telefónica O2 Czech Republic, a.s., změnil pouze na Telefónica Czech Republic, a.s.

3.3.1 Základní údaje o společnosti

Společnost Telefónica byla zapsaná do obchodního rejstříku 1. ledna 1994, který vede městský soud v Praze, oddíl B, vložka 2322.

Název:	Telefónica Czech Republic, a.s.
Sídlo:	Za Brumlovkou 266/2, Praha 4 – Michle, PSČ 140 22
Právní forma:	Akciová společnost
Datum založení:	16. prosince 1993
Datum vzniku:	1. ledna 1994
Doba trvání:	společnost byla založena na dobu neurčitou
Základní kapitál:	32 208 990 000 Kč ⁹
Odvětví:	Informační a komunikační činnost
Identifikační číslo (IČ):	601 93 336
Předmět činnosti:	Výkon komunikačních činností na území ČR
Ratingové hodnocení:	BBB (Standard & Poor's), Baa1 (Moody's), BBB+ (Fitch) ¹⁰
Internetová adresa:	http://www.telefonica.cz/

Společnost Telefónica je jednou z předních poskytovatelů plně konvergentních služeb na světě. Nabízí nejucelenější nabídku hlasových a datových služeb v České republice, přičemž mimořádnou pozornost věnuje využití růstového potenciálu především v datové a internetové oblasti. Společnost provozuje nejrozsáhlejší pevnou a mobilní síť včetně sítí 3. generace – datovou síť CDMA a síť UMTS, která umožňuje přenos dat, hlasu, obrazu a videa. V neposlední řadě je společnost Telefónica předním poskytovatelem ICT služeb v zemi a má zavedeny a certifikovány systémy řízení kvality (ISO 9001:2008), ochrany životního prostředí (ISO 14001:2004), bezpečnosti a zdraví při práci (ČSN OHSAS 18001:2007) a informační bezpečnosti (ISO 27001:2005). Telefónica získala i řadu ocenění, např. Recognised for Excellence udělené Evropskou nadací pro management kvality v roce 2006 nebo Podnik podporující zdraví udělené Ministerstvem zdravotnictví ČR v roce 2008. V rámci mezinárodní skupiny patří Telefónica Czech Republic ke skupině Telefónica Europe.

⁹ Dne 19. 4. 2012 na návrh představenstva valná hromada schválila snížení základního kapitálu prostřednictvím snížení nominální hodnoty každé akcie o 13 Kč u každé s dosavadní jmenovitou hodnotou 100 Kč. Základní kapitál společnosti tak bude snížen o 4 187 168 700 Kč na 28 021 821 300 Kč.

¹⁰ Uvedené agentury jsou nejvýznamnější ratingové agentury z USA působící po celém světě a jejich hodnocení je mezinárodně uznáváno.

Telefónica Europe je obchodní divizí společnosti Telefónica, která poskytuje služby v oblasti mobilního a fixního volání a také DSL připojení ve Velké Británii, Irsku, Německu, České republice a na Slovensku, přičemž všechny organizační jednotky používají značku O2 bez ohledu na vlastnické vazby v rámci skupiny Telefónica.

Telefónica je jedním z předních světových integrovaných telekomunikačních operátorů, která působí na trzích 25 zemí v Evropě, Africe a Latinské Americe. Ke konci roku 2011 registrovala celkem 307 mil. zákazníků. Z hlediska tržní kapitalizace je skupina Telefónica šestou největší telekomunikační společností na světě a zaujímá desáté místo na indexu Eurostoxx 50 největších evropských společností (údaje z února 2011). Její akcie jsou obchodované jak na španělské burze, tedy v Madridu, Barceloně, Bilbau a Valencii, kde sídlí mateřská společnost Telefónica S.A., tak i na burzách v Londýně, Paříži, Frankfurtu, Tokiu, New Yorku, Limě, Buenos Aires a São Paulu.

3.3.2 Základní informace o akcích

Akcie Telefónica Czech Republic, a.s. jsou veřejně obchodovány podle zákona č. 591/1992 Sb. o cenných papírech, ve znění pozdějších předpisů. Zahájení obchodování s akciemi společnosti proběhlo 1. 3. 1995. Celková výše základního kapitálu, k 31. 12. 2011 činila 32 208 990 000 Kč a byl tvořen, jak zobrazuje následující tabulka, těmito akciemi:

Tab. 3.7: Akcie společnosti Telefónica Czech Republic, a.s.

Druh	akcie kmenová	akcie kmenová
Forma	na jméno	na jméno
Podoba	zaknihovaná	zaknihovaná
Počet kusů	322 089 890 ks	1 ks
Jmenovitá hodnota	100 Kč	1 000 Kč
Celkový objem emise	32 208 989 000 Kč	1 000 Kč
ISIN	CZ0009093209	CZ0008467115

Zdroj: Vlastní zpracování na základě Výročních zpráv společnosti 2006-2011

Akcie na jméno ve jmenovité hodnotě 1 000 Kč nebyla přijata k obchodování na evropském regulovaném trhu.

Akcie na jméno ve jmenovité hodnotě 100 Kč byly přijaty k obchodování na burze. S akciemi se může obchodovat na Burze cenných papírů Praha, a.s. a to na hlavním trhu, dále pak na RM-Systému, česká burza cenných papírů, a.s. a na Londýnské burze (The London

Stock Exchange), přičemž na londýnské burze se s akcemi obchoduje ve formě globálních depozitních certifikátů (GDR). Depozitářem¹¹ pro GDR je The Bank of New York Mellon, ADR Division, 101 Carcaly Street, West New York, NY 10286, USA a kustodem¹² je Komerční banka, a.s., Na Příkopě 33, č.p. 906, 114 07 Praha 1.

Dne 19. 4. 2012, jak již bylo výše zmíněno, valná hromada schválila snížení základního kapitálu prostřednictvím snížení nominální hodnoty akcie o 13 Kč, tedy na 87 Kč, a to u každé akcie s dosavadní jmenovitou hodnotou 100 Kč. U akcie se jmenovitou hodnotou 1000 Kč dojde ke snížení o 130 Kč, tedy na 870 Kč. Valná hromada současně schválila program nabytí vlastních akcií, a to až do výše 10 % z celkového počtu kmenových akcií se jmenovitou hodnotou 100 Kč před snížením, což představuje 32 208 989 akcií, přičemž společnost může akcie nabývat po dobu 5 let. Realizace programu nabývání vlastních akcií pomůže společnosti zlepšit současnou velice konzervativní kapitálovou strukturu. Akvizice vlastních akcií započala 16. května 2012 na evropském regulovaném trhu, kde jsou akcie společnosti kótovány (Praha), přičemž představenstvo společnosti schválilo zahájení nabývání vlastních akcií až do výše 2 % z celkového počtu kmenových akcií společnosti. K realizaci zpětného odkupu akcií najala společnost Telefónica Czech Republic, a.s. společnost UniCredit Bank AG, pobočka Londýn.

Akcie jsou součástí několika akciových indexů, mezi které patří:

- PX Oficiální index BCPP,
- RM Oficiální index české burzy RM-Systém,
- CETOP 20 Budapešťská burza Central European Blue Cip Index,
- CTX Vídeňská burza Czech Traded Index, index nejatraktivnějších akcií.

Telefónica Czech Republic patří k nejvýznamnějším společnostem obchodovaným na českém kapitálovém trhu, měřeno výší tržní kapitalizace¹³ a objemem obchodů. Jedná se o zcela soukromou společnost s více než 1,5 mil. přímých akcionářů.

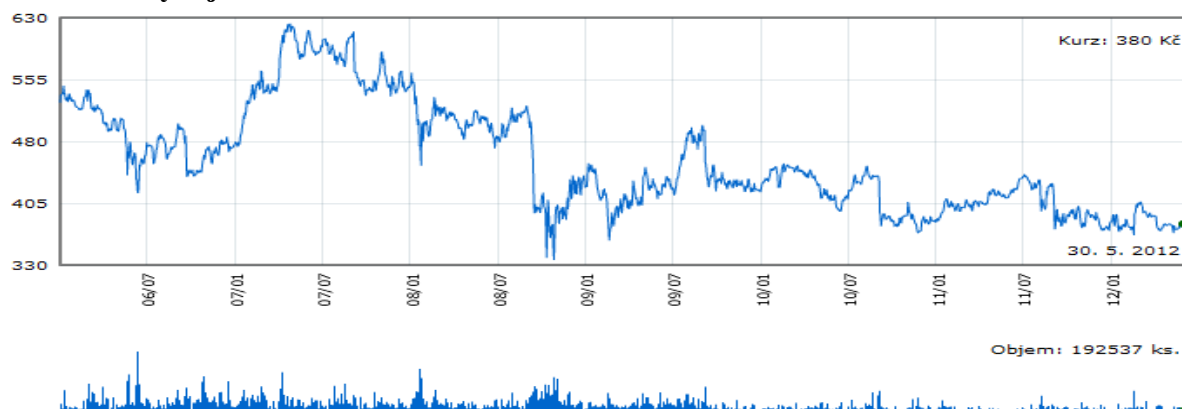
Níže uvedený graf uvádí vývoj ceny akcie Telefóniky Czech Republic, a.s. na BCPP ve SPADu za období 1. 2. 2006 až 18. 6. 2012 a tabulka 3.8 zachycuje informace týkající se vývoje akcií v jednotlivých letech.

¹¹ Místo, kde jsou depozitní certifikáty uloženy.

¹² Kustod představuje správce depozitních certifikátů.

¹³ Tržní kapitalizace představuje tržní hodnotu akciové společnosti, neboli je to celková tržní hodnota všech jí vydaných akcií. Tržní kapitalizace se vypočítá jako součin počtu vydaných akcií a aktuální ceny akcií na trhu.

Graf 3.8: Vývoj kurzu v období 2. 1. 2006 – 18. 6. 2012



Zdroj: <http://www.akcie.cz/kurzy-cz/graf/akcie-11191-telefonica-czech-republic-a-s/>

Tabulka 3.8: Informace o vývoji akcí v období 2006 až 2011

Položka	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Počet akcií (v mil.)	322,1	322,1	322,1	322,1	322,1	322,1
Čistý zisk (ztráta) na akcii (v Kč)	25,8	36,9	40,6	38,5	39,4	23,7
Maximální cena akcie (v Kč)	547,6	622,8	563,5	500,0	452,5	439,6
Minimální cena akcie (v Kč)	417,2	473,7	336	359,8	369,0	372,0
Cena akcie na konci období (v Kč)	476,0	544,8	424,1	418,0	381,5	383,1
Tržní kapitalizace (v mld. Kč)	153,3	175,5	136,6	134,6	122,9	123,4

Zdroj: Vlastní zpracování na základě Výročních zpráv společnosti 2006-2011

Celkový objem obchodů s akciemi společnosti na akciovém trhu BCPP za rok 2006 dosáhl 98,7 mld. Kč v porovnání se 288,3 mld. Kč v roce 2005. Obchodování s akciemi společnosti Telefónica, měreno celkovým objemem obchodů, představovalo 11,6 % všech obchodů na akciovém trhu BCPP a akcie společnosti Telefónica byly po akciích společností ČEZ, Zentiva a Komerční banka čtvrtou nejobchodovatelnější emisí na BCPP. Průměrný denní objem obchodů tak dosáhl výše 393 mil. Kč. Cena akcií společnosti na konci roku 2006 činila 476 Kč. Svého maxima dosáhla 9. ledna 2006 a to ve výši 547,60 Kč za akcii, a minima ve výši 417,2 Kč dosáhla 13. června 2006. Průměrná cena akcií v roce 2006 se vyšplhala na 485,91 Kč.

V roce 2007 akcie společnosti Telefónica navýšily svoji hodnotu o 37,8 % a jejich cena tak rostla o 14,6 % rychleji než evropský index tohoto odvětví (DJ Stoxx Telecommunications). Celkový objem obchodů s akciemi dosáhl 101,8 mld. Kč a obchodování s akciemi společnosti Telefónica představovalo 10 % všech obchodů na BCPP. Průměrná cena akcií dosáhla 564,9 Kč. V tomto roce tedy došlo k pozitivnímu nárůstu jak

obchodů s akciemi, tak i ceny akcií společnosti, což bylo způsobeno rychlým růstem české ekonomiky.

V roce 2008 celkový objem obchodů s akciemi společnosti poklesl a oproti předešlému roku dosáhl o 10,7 mld. Kč méně. Tento pokles byl způsoben především postupně se prohlubující světovou finanční krizí. I přes nepříznivý ekonomický vývoj však akcie společnosti Telefónica zůstaly nadále investory považovány za velmi atraktivní, což se projevilo zejména v období všeobecného poklesu na hlavních světových kapitálových trzích. Tržní kapitalizace k 30. prosinci 2008 činila 136,6 mld. Kč, čímž se společnost Telefónica zařadila na druhé místo akciového trhu BCPP. Co se týče ceny akcií, ta dosáhla na konci období 424,1 Kč, což znamenalo 22 % meziroční pokles, ale zároveň druhou nejlepší výkonnost v porovnání s ostatními tituly na hlavním trhu BCPP (tzv. blue chips). Průměrná cena akcií v roce 2008 také poklesla a dosáhla 475 Kč.

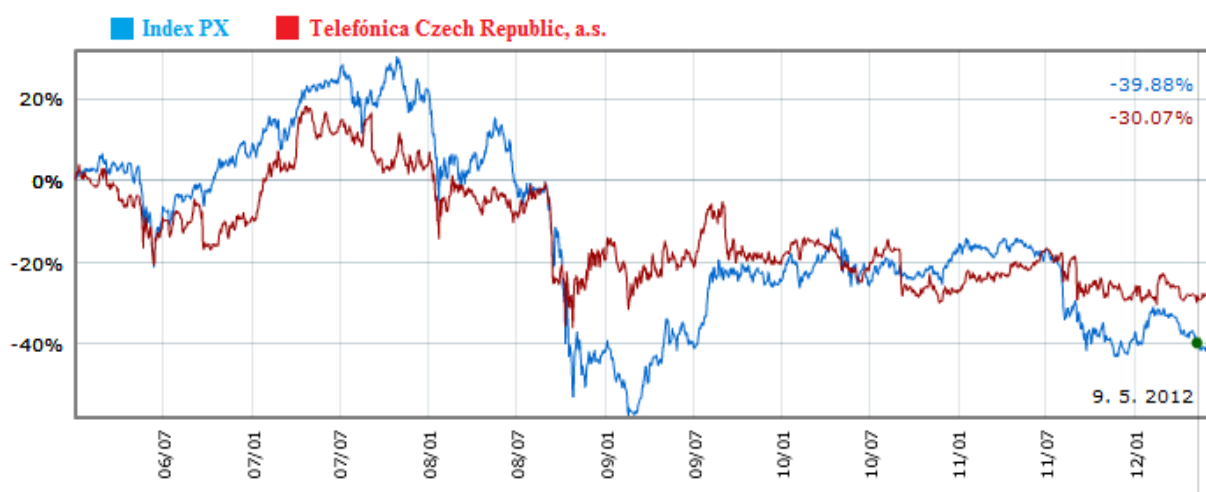
I v roce 2009 pokračovala finanční krize a tedy i pokles akciových trhů. Celkový objem obchodů s akciemi společnosti dosáhl 65,7 mld. Kč, což znamená, že došlo opět k poklesu a obchodování s akciemi společnosti představovalo 14,2 % všech obchodů na akciovém trhu BCPP. Cena akcií meziročně poklesla o 1,44 % a v průměru dosáhla 430,6 Kč.

V roce 2010 dosáhl celkový objem obchodů s akciemi společnosti 43,0 mld. Kč, což představuje 11 % všech obchodů na akciovém trhu BCPP. Nadále pokračuje klesající trend obchodování s akciemi společnosti a také pokračuje pokles ceny akcií. Meziroční pokles ceny akcií dosáhl 8,73 %, což znamená, že cena akcií dosáhla 381,5 Kč. Průměrná cena akcií Telefónica Czech Republic za rok 2010 činila 430,6 Kč. Akcie společnosti jsou i nadále investory považovány za velmi atraktivní a to díky nadprůměrné výši dividendového výnosu, který byl podpořen vysokou tvorbou hotovostních toků a nízkou zadlužeností.

Společnost Telefónica i v roce 2011 patřila k nejvýznamnějším společnostem obchodovaným na českém kapitálovém trhu. Celkový objem obchodů s akciemi společnosti dosáhl 34,0 mld. Kč a obchodování s akciemi společnosti představovalo 9,2 % všech obchodů na akciovém trhu BCPP. Akcie společnosti Telefónica ČR tak potvrdily svou pozici čtvrté nejobchodovatelnější emise na BCPP stejně jako v roce 2010. V tomto roce došlo k meziročnímu nárůstu ceny akcií, a to o 0,42 %, tedy na 383,1 Kč, zatímco hlavní index BCPP meziročně poklesl o 25,61 %. Průměrná cena akcií společnosti dosáhla 403,8 Kč.

Následující graf, zobrazuje porovnání vývoje Indexu PX a Telefóniky Czech Republic.

Graf 3.9: Srovnání vývoje Indexu PX a kurzu akcií Telefóniky Czech Republic



Zdroj: <http://www.akcie.cz/kurzy-cz/index-px/>

3.3.3 Struktura akcionářů

Dne 16. června 2005 došlo k dokončení privatizaci společnosti Český Telecom, tedy předchůdce Telefóniky Czech Republic, a.s., čímž 51,1 % podílu v držení Fondu národního majetku České republiky (dále jen FNM) přešlo na společnost Telefónica, S.A. Na základě tendru, ve kterém Telefónica, S.A. nabídla nejvyšší kupní cenu (tj. 502 Kč za akcii), podepsaly FNM a Telefónica dne 12. dubna 2005 smlouvu o převodu majoritního podílu akcií a 16. června 2005 FNM převedl akcie společnosti. Telefónica, S.A. se tak stala většinovým akcionářem. K 31. Proinci 2011 činil podíl společnosti Telefónica, S.A., na hlasovacích právech společnosti Telefónica ČR, ve smyslu ustanovení § 122 zákona o podnikání na kapitálovém trhu 69,41 %. Telefónica, S.A. vykonává kontrolu nad společností Telefónica ČR prostřednictvím hlasovacích práv na valných hromadách společnosti.

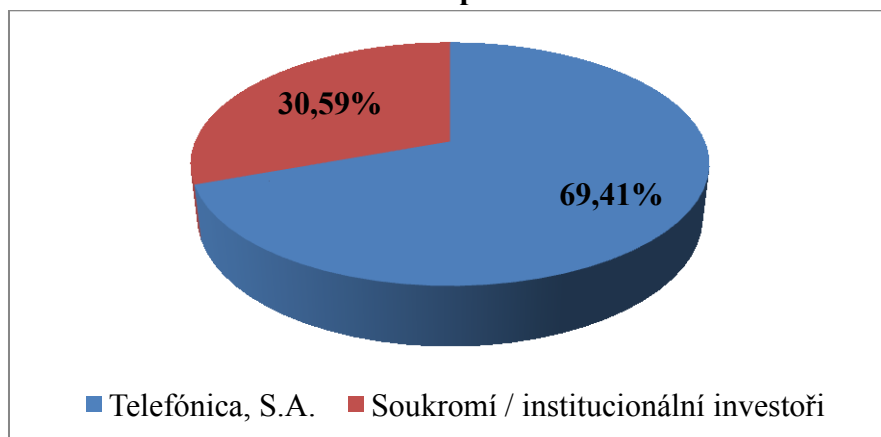
V následující tabulce jsou uvedeni akcionáři společnosti Telefónica Czech Republic, a.s. a jejich podíl na základním kapitálu v procentech. Graf 3.10 pak zobrazuje vlastnickou strukturu společnosti Telefónica Czech Republic, a.s. za rok 2011.

Tab. 3.9: Struktura akcionářů

Struktura akcionářů	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Telefónica, S.A.	69,40%	69,40%	69,41%	69,41%	69,41%	69,41%
Ostatní investoři	30,60%	30,60%	30,59%	30,59%	30,59%	30,59%

Zdroj: Vlastní zpracování na základě Výročních zpráv společnosti 2006-2011

Graf 3.10: Vlastnická struktura společnosti Telefónica Czech Republic, a.s. za rok 2011



Zdroj: Vlastní zpracování na základě Výroční zprávy za rok 2011

Telefónica Czech Republic, a.s. vlastní také majetkové podíly v řadě podniků. Následující tabulka uvádí společnosti, ve kterých má Telefónica ČR majetkové účasti.

Tabulka 3.10: Majetkové podíly společnosti Telefónica Czech Republic, a.s.

Obchodní jméno	Základní kapitál	Podíl společnosti Telefónica ČR
Telefónica Slovakia, s.r.o.	240 000 000 EUR	100,00%
Telefónica O2 Business Solutions, spol. s.r.o.	10 000 000 Kč	100,00%
CZECH TELECOM Austria GmbH	35 000 EUR	100,00%
CZECH TELECOM Germany GmbH	25 000 EUR	100,00%
První certifikační autorita, a.s.	20 000 000 Kč	23,25%
AUGUSTUS, spol. s.r.o. *	166 000 Kč	39,76%
MOPET CZ a.s.	104 000 000 Kč	14,00%
Internethome, s.r.o.	200 000 Kč	100,00%
Informační linky, a.s.	150 000 000 Kč	100,00%
Tesco Mobile Slovakia, s.r.o. **	5 000 EUR	50,00%

Pozn.: * Telefónica Czech Republic tuto společnost neovládá.

** Vlastněno prostřednictvím dceřiné společnosti Telefónica Slovakia, s.r.o.

Zdroj: Vlastní zpracování na základě Výroční zprávy za rok 2011

3.3.4 Dividendová politika

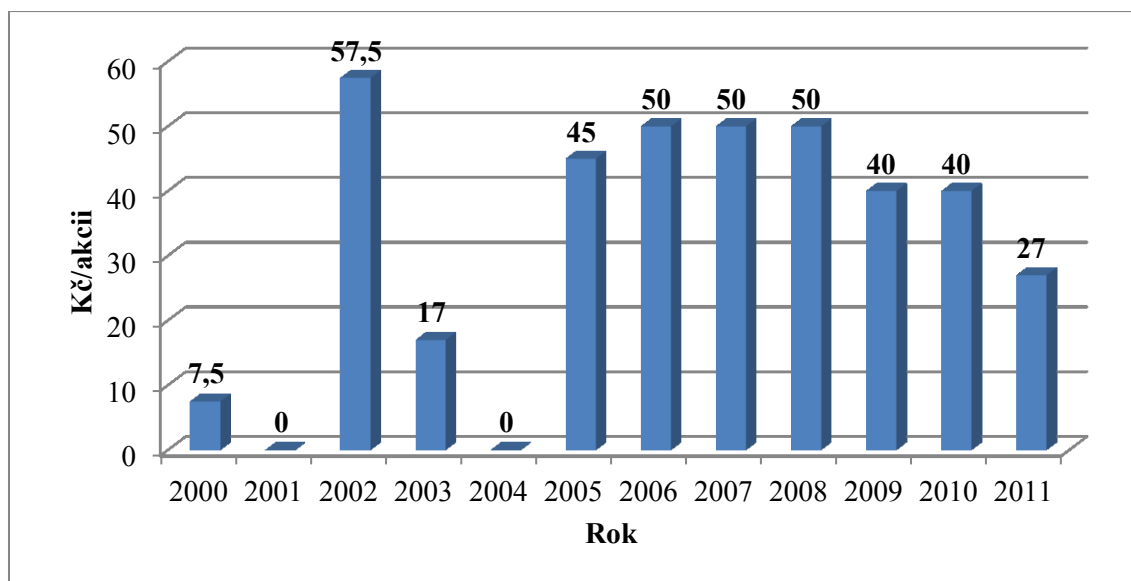
V současnosti nemá společnost Telefónica ČR žádnou platnou oficiální dlouhodobou dividendovou politiku, přičemž opakovaně deklarovaným záměrem společnosti je nezadržovat nadměrné zůstatky peněz, tedy vyplácet tyto zůstatky akcionářům. Každoroční návrh představenstva společnosti na výplatu dividend bude v následujících obdobích vycházet z důkladné analýzy a vyhodnocení aktuálních a budoucích výsledků společnosti, včetně

plánovaných a potencionálních investic a akvizic a dále generování peněžních toků. Tento přístup má v souladu s investiční strategií směřovat investice do růstových oblastí, jakými jsou rozvoj a zkvalitnění fixních a mobilních sítí širokopásmového internetu, mobilní služby, korporátní a veřejná ITC řešení i další rozšíření a rozvoj mobilních služeb na Slovensku.

Pro případ, že dividendová kapacita, která je omezená výši nerozděleného zisku z minulých let a zisku běžného období, bude v budoucnu nižší než výše nadměrných zůstatků peněz, prováděla společnost v roce 2011 analýzu dalších možností, které umožní rozdělení dalších disponibilních vlastních zdrojů. Mezi tyto možnosti patří výplata emisního ážia, snížení základního kapitálu prostřednictvím nominální hodnoty akcií anebo nabytí vlastních akcií.

Dividendy společnosti Telefónica Czech Republic jsou vypláceny od roku 2000, a to jednou ročně. O konkrétní výši dividendy rozhoduje a skutečnou výši schvaluje valná hromada, přičemž návrh na výši dividendy předkládá představenstvo. Výši dividend zachycuje následující graf.

Graf 3.11: Výše dividend v jednotlivých letech



Zdroj: Vlastní zpracování na základě <http://www.telefonica.cz/dividendy/>

Z grafu je patrné, že výše dividendy od roku 2000 až do současnosti značně kolísala. V roce 2000 byla vyplacena první dividendy z čistého zisku, od vzniku společnosti Český Telecom, a.s., tedy předchůdce společnosti Telefónica Czech Republic, a.s. V roce 2002 byla vyplacena nejvyšší dividendy za sledované období, a to ve výši 57,5 Kč na jednu akcii o jmenovité hodnotě 100 Kč. Tento nárůst dividendy byl způsoben vzestupem ceny akcie o 16

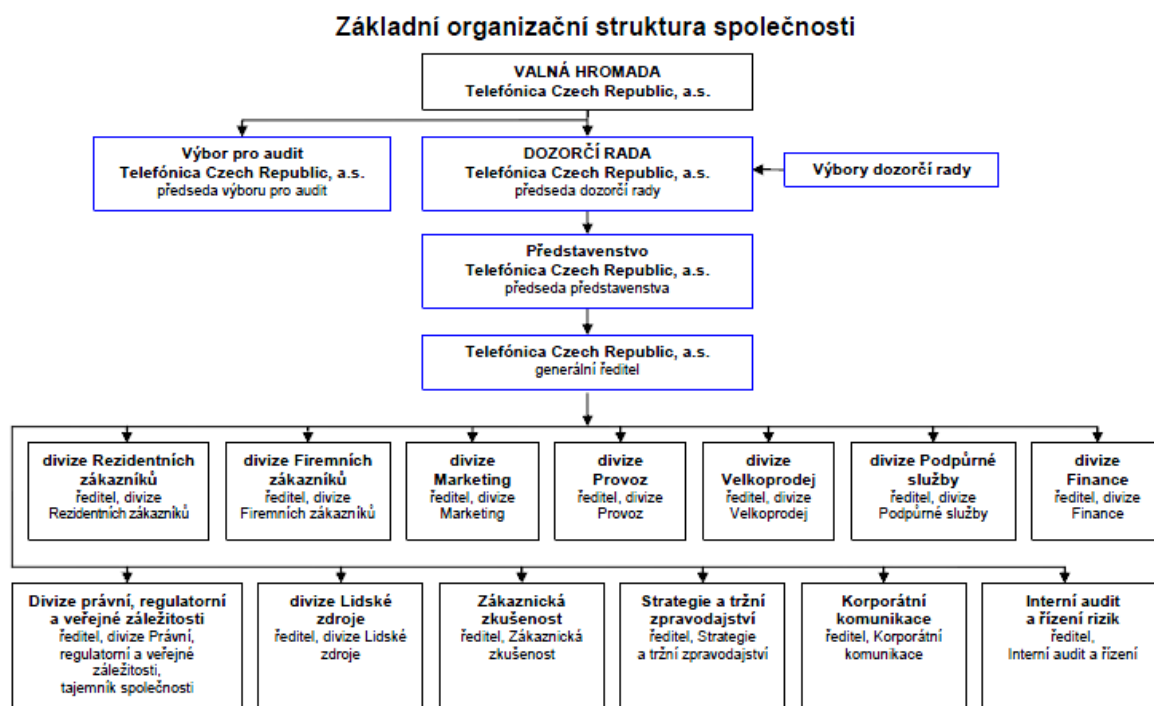
% oproti předchozímu období. Tržní kapitalizace byla ve výši 91 mld. Kč. Vývoj ceny akcií byl ovlivněn zejména kolísajícími náladami na světových a především evropských kapitálových trzích.

V roce 2005, jak již bylo výše zmíněno, došlo k dokončení privatizace, a proto v tomto roce dividendy za rok 2004 vypláceny nebyly. V roce 2006 byly dividendy opět vypláceny. Společnost Telefónica CR se stala jednou z nejvýznamnějších společností obchodovaných na českém kapitálovém trhu a tento trend trvá až do současnosti. V roce 2011 došlo k poklesu dividendy na 27 Kč před zdaněním na každou akcii v nominální hodnotě 100 Kč. Valná hromada však zároveň rozhodla o snížení základního kapitálu prostřednictvím snížení nominální hodnoty každé akcie o 13 Kč, a to u každé akcie s dosavadní jmenovitou hodnotou 100 Kč. Celková částka odpovídající snížení základního kapitálu bude vyplacena všem akcionářům, což spolu s dividendou představuje celkovou výplatu hotovosti ve výši 40 Kč na každou akcii, tedy stejně jako v předchozích dvou letech.

3.3.5 Organizační struktura společnosti

V této podkapitole budou popsány vrcholové orgány společnosti Telefónica Czech Republic, a.s. Obrázek 3.1 zachycuje základní organizační strukturu společnosti k 31. 1. 2012.

Obr. 3.1: Schéma výkonné makrostruktury společnosti Telefónica Czech Republic



Zdroj: Výroční zpráva společnosti Telefónica Czech Republic za rok 2011

Valná hromada představuje nejvyšší orgán společnosti, který je tvořen akcionáři a rozhoduje o zásadních hospodářských, organizačních a provozních záležitostech. Její působnost a pravomoci určuje Obchodní zákoník a Stanovy společnosti. Valná hromada je schopna se usnášet, jsou-li přítomni akcionáři vlastníci akcie, popřípadě cenné papíry se jmenovitou hodnotou přesahující polovinu základního kapitálu společnosti. Valnou hromadu svolává představenstvo zpravidla jednou ročně.

Výbor pro audit je samostatným orgánem společnosti s posílenou působností v záležitostech týkající se statutárního auditu, sestavování a ověřování finančních výkazů a hodnocení účinnosti vnitřního kontrolního systému společnosti. Má pět členů, kteří jsou voleni a odvoláváni valnou hromadou společnosti, přičemž funkční období je pět let. Jeho členy mohou být členové dozorčí rady nebo třetí osoby. Výbor pro audit se schází dle potřeby, nejméně však čtyřikrát v kalendářním roce, respektive jednou za čtvrtletí a je usnášeníschopný, je-li na jeho zasedání přítomna nadpoloviční většina všech členů výboru.

Tab. 3.11: Členové výboru pro audit

Jméno	Funkce	Členství od
María Eva Castillo Sanz	předsedkyně výboru	7. 5. 2010
Maria Pilar López Álvarez	místopředsedkyně výboru	3. 4. 2009
Vladimír Dlouhý	člen výboru pro audit	8. 11. 2011
Pavel Heršтик	člen výboru pro audit	3. 4. 2009
Jaime Smith Basterra	člen výboru pro audit	3. 4. 2009

Zdroj: Výroční zpráva 2011

Dozorčí rada je kontrolním orgánem společnosti, jež se skládá z patnácti členů a dohlíží na výkon působnosti představenstva a uskutečňování podnikatelské činnosti společnosti. Dozorčí rada zasedá dle potřeby, nejméně však čtyřikrát do roka. Dvě třetiny členů dozorčí rady volí a odvolává valná hromada a jednu třetinu zaměstnanci společnosti, funkční období členů je pětileté. Dozorčí rada je usnášeníschopná, je-li na zasedání přítomna nadpoloviční většina všech členů. Dozorčí rada v rámci svých kompetencí zřizuje výbory dozorčí rady jako své poradní a iniciativní orgány, přičemž vždy zřizuje výbor pro jmenování a odměňování. Členové výboru jsou voleni a odvoláváni dozorčí radou a jejich funkční období je dva a půl roku. Výbory dozorčí rady mohou být složeny pouze z členů dozorčí rady. Ve společnosti je tedy zřízen Výbor pro jmenování a odměňování a Výbor pro etiku a společenskou odpovědnost.

Tab. 3.12: Členové dozorčí rady

Jméno	Funkce	Členství od
José María Alvarez-Pallete Lopez	předseda dozorčí rady	8. 11. 2011
María Eca Castillo Sanz	1. místopředseda	7. 5. 2010
Lubomír Vinduška	2. místopředseda	29. 6. 2008
Antonio Botas Bañuelos	člen dozorčí rady	21. 4. 2008
Patricia Cobian Gonzalez	člen dozorčí rady	8. 11. 2011
Vladimír Dlouhý	člen dozorčí rady	18. 2. 2011
Tomáš Fírbach	člen dozorčí rady	29. 6. 2008
Petr Gazda	člen dozorčí rady	29. 6. 2008
Pavel Herštlík	člen dozorčí rady	29. 6. 2008
Maria Pilar López Álvarez	člen dozorčí rady	26. 7. 2007
Enrique Medina Malo	člen dozorčí rady	8. 11. 2011
Dušan Stareček	člen dozorčí rady	29. 6. 2008
Ángel Vilá Boix	člen dozorčí rady	23. 6. 2005

Zdroj: Výroční zpráva 2011

Představenstvo je statutárním orgánem, který má sedm členů a řídí činnost společnosti a jedná jejím jménem. Představenstvo rozhoduje o všech záležitostech společnosti, které nejsou právními předpisy nebo stanovami vyhrazeny do působnosti valné hromady nebo dozorčí rady společnosti. Představenstvo zasedá zpravidla jednou za kalendářní měsíc, nejméně však dvanáctkrát v kalendářním roce. Členy představenstva volí a odvolává dozorčí rada společnosti a jejich funkční období je pět let. Představenstvo je usnášeníschopné, je-li přítomna nadpoloviční většina všech členů.

Tab. 3.13: Členové představenstva

Jméno	Funkce	Členství od
Luis Antonio Malvido	předseda představenstva	1. 2. 2010
Jesús Pérez de Uriguen	1. místopředseda představenstva	1. 5. 2008
Petr Slováček	2. místopředseda představenstva	14. 6. 2008
Martin Bek	člen představenstva	27. 4. 2006
John Gerald McGuigan	člen představenstva	27. 10. 2009
Jakub Chytil	člen představenstva	27. 4. 2006
František Schneider	člen představenstva	4. 11. 2010

Zdroj: Výroční zpráva 2011

3.3.6 Zaměstnanci

Cílem společnosti je být dlouhodobě vyhledávaným zaměstnavatelem a vytvořit „místo, kde je radost pracovat“. Společnost se po celé sledované období snaží zlepšit svou provozní efektivitu, v rámci toho realizovala několik fází restrukturalizačního programu. Restrukturalizační projekty se zaměřily mimo jiné na konsolidaci a optimalizaci call center. Důsledkem toho, od roku 2007 až do současnosti, dochází každoročně ke snižování počtu zaměstnanců. Tabulka 3.12 uvádí počty zaměstnanců jak celkově, tak i jednotlivých oddělení. Údaje za rok 2006 nebyly dostupné a za rok 2007 nebylo k dispozici rozdělení pracovníků do jednotlivých oddělení.

Tab. 3.14: Počet zaměstnanců společnosti v jednotlivých letech

Název organizační jednotky	2007	2008	2009	2010	2011
Divize Korporátní a SME zákazníci		1 154	1 007	957	988
Divize Rezidentní zákazníci		2 125	2 107	2 028	1 849
Divize Provoz		3 845	3 465	2 647	2 270
Velkoprodej		68	63	0	179
Vnější vztahy		38	24	13	20
Strategie a rozvoj produktů		253	292	301	0
Lidské zdroje		96	82	73	76
Podpůrné jednotky		356	349	312	295
Divize Finance		370	382	297	324
Právní a regulační záležitosti		40	51	42	40
Interní audit a řízení rizik		16	17	15	14
Divize marketing		19	132	201	197
DHL		0	43	46	55
Kancelář generálního ředitele		3	6	4	33
Celkem	8 695	8 383	8 020	6 936	6 340

Zdroj: Vlastní zpracování na základě Výročních zpráv společnosti 2006-2011

3.3.7 Rating

Rating představuje nezávislé hodnocení různých subjektů, které je řadí do několika kategorií a umožňuje tak přibližné srovnání. Nejčastěji se hovoří o úvěrovém ratingu, který vyjadřuje důvěryhodnost dlužníka (emitenta) nebo o ratingu cenného papíru, který udělují právě ratingové agentury. Rating používají především investoři, emitenti, investiční banky, makléři a státní instituce. Investorům rozšiřují ratingové agentury množství investičních

možností a poskytují nezávislé a snadno použitelné hodnocení relativního úvěrového rizika, což podstatně zvyšuje efektivitu trhu a snižuje náklady investorů. Co se týče emitentů, ti spoléhají na rating jako na nezávislé ověření jejich schopností dostát svým závazkům. Investiční banky a makléři používají ratingová hodnocení při výpočtu rizika svého portfolia.

Ratingová agentura Standard & Poor's po výsledcích společnosti za první čtvrtletí roku 2012 a po předchozím prosincovém varování o možném snížení ratingu zhoršila mateřské Telefónica, S.A. hodnocení dlouhodobých závazků na „BBB“ z dosavadního „BBB+“ a navíc ponechala negativní výhled. Hodnocení „BBB“ znamená, že se jedná o středně bezpečnou investici vyskytující se často při zhoršených podmínkách v ekonomice, avšak se jedná o stále dostatečnou schopnost společnosti dostát svých závazků. Podle pravidel nemůže mít dceřiná společnost lepší hodnocení než mateřská, a proto došlo také u české Telefóniky ke shodnému snížení ratingu na „BBB“, rovněž s negativním výhledem. Co se týče krátkodobého ratingu „A-2“, což znamená, že se jedná o uspokojivou schopnost plnit své finanční závazky, ten zůstal nezměněn a je potvrzen u všech společností skupiny, tedy i Telefóniky Czech republic.

Standard & Poor's se rozhodla snížit rating, jak již bylo výše zmíněno, kvůli výsledům za první čtvrtletí roku 2012. Již v prosinci minulého roku ratingová agentura uvedla, že vidí významné tlaky na ceny a obtížné podmínky na kapitálovém trhu pro španělskou telekomunikační skupinu Telefónica, S.A. Přestože je podnikatelský model vnímán jako silný, zejména díky geografické diverzifikaci, situace ekonomiky na domácím, respektive španělském trhu a faktory konkurence dopadají do tržeb i ziskovosti společnosti. Změna chování zákazníků v souvislosti s vysokou španělskou nezaměstnaností a konkurencí zapříčinila pokles mobilních tržeb o 16 %. Dalším důvodem snížení ratingu jsou rizika negativních fiskálních opatření a růst úrokových nákladů na španělském trhu. Postavení Telefóniky, S.A. ohrožuje také kapitálová náročnost, pokračující regulační omezení v odvětví, kurzová rizika a rizika spojená s působením na mnoha odlišných trzích.

Ratingová agentura upozornila také na likviditu mateřské společnosti Telefónica, S.A., která je sice vnímána za dostatečnou, ale významné roční platby při očekávání nižší tvorby hotovosti po dividendách považuje za hrozbu kreditní pozice v současném prostředí získávání kapitálu a přístupu k financování bank.

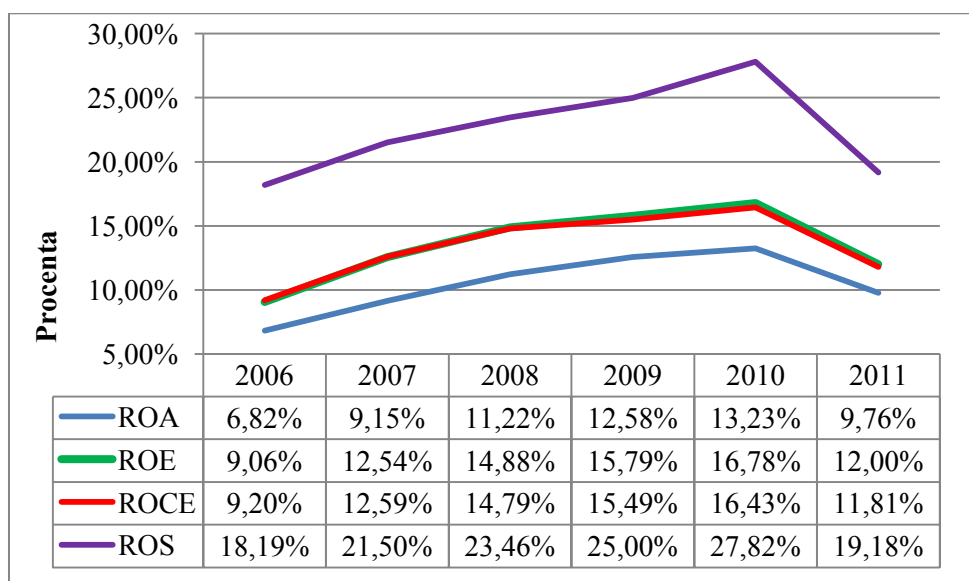
3.4 Finanční analýza

Finanční analýza představuje systematický rozbor získaných dat, která jsou obsažena především v účetních výkazech. Finanční analýzy v sobě zahrnují hodnocení firemní minulosti, současnosti a předpovídání budoucích finančních podmínek. Hlavním smyslem finanční analýzy je připravit podklady pro kvalitní rozhodování o fungování podniku. Dobrá znalost finanční analýzy a účetních výkazů je předpokladem pro využití jednotlivých metod výpočtu vnitřní hodnoty akcie.

3.4.1 Rentabilita

Rentabilita slouží k posouzení toho, zda společnost dobře investovala vložený kapitál. Pozitivním jevem je, pokud rentabilita vykazuje stálý nebo rostoucí trend. Graf 3.12 zachycuje vývoj rentability ve sledovaném období, tedy od roku 2006 do roku 2011. Jednotlivé ukazatele rentability jsou počítány dle vzorců z podkapitoly 2.4.1.

Graf 3.12: Ukazatelé rentability



Zdroj: Vlastní zpracování

Z ukazatelů rentability můžeme vyčíst, že situace byla do roku 2010 příznivá a všechny ukazatele v tomto období zaznamenali nárůst. V následujícím období však došlo k poklesu u všech ukazatelů rentability, rentabilita však poklesla v celém telekomunikačním odvětví, a proto pokles rentability společnosti není nijak překvapivý.

Rentabilita aktiv (ROA), neboli rentabilita celkového kapitálu zaznamenala pozitivní vývoj až do roku 2010, a to díky rostoucímu výsledku hospodaření za běžné účetní období. Na druhé straně docházelo, za celé sledované období ke snižování celkových aktiv, a to díky neustálému poklesu dlouhodobého hmotného majetku. V roce 2011 došlo k razantnímu snížení čistého zisku o 28,29 %, což způsobilo pokles tohoto ukazatele.

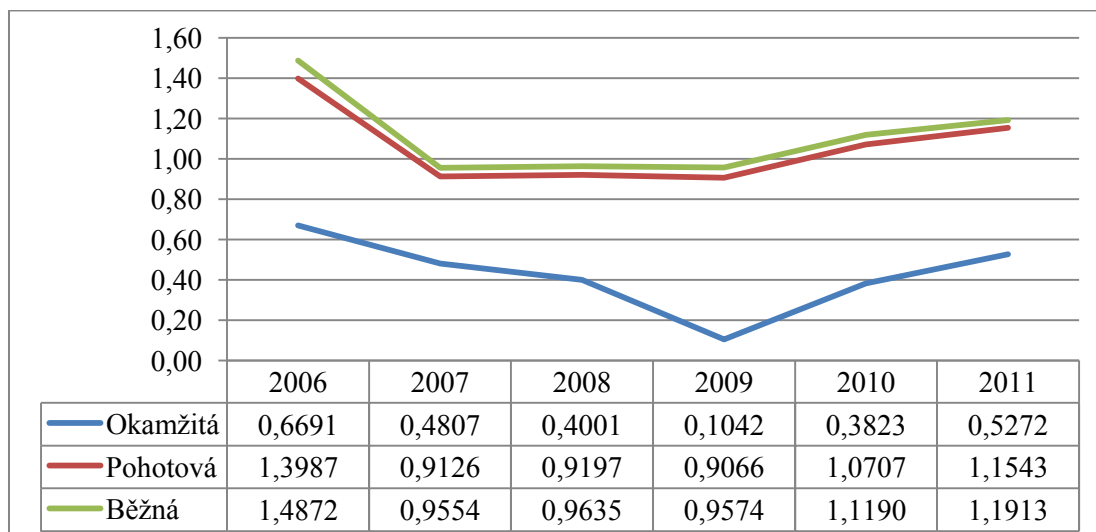
Rentabilita vlastního kapitálu (ROE) představuje zhodnocení investic pro akcionáře a proto je dobré když tento ukazatel v čase roste, pokud tomu tak není, mohlo by se stáť, že firma by mohla ztratit důvěru potencionálních investorů. Z ukazatelů rentability můžeme vyčíst, že situace byla do roku 2010 příznivá, neboť tento ukazatel rostl. Tento růst byl způsoben klesající hodnotou vlastního kapitálu a rostoucím čistým ziskem. V roce 2011 došlo k poklesu tohoto ukazatele, a to díky poklesu čistého zisku.

Rentabilita investovaného kapitálu (ROCE) se v roce 2011 snížila díky poklesu čistého zisku a nákladových úroků a pokles rentability tržeb (ROS) způsobilo snížení jak čistého zisku, tak i tržeb, a to zejména tržeb z hovorného týkající se hlavně fixních telekomunikačních služeb a snížení terminačních poplatků.

3.4.2 Likvidita

Analýza likvidity slouží k posouzení schopnosti podniku splácet své závazky a odráží tedy krátkodobou finanční stabilitu podniku. Jednotlivé ukazatele jsou počítány podle vzorců z podkapitoly 2.4.2. Následující graf zachycuje vývoj likvidity ve sledovaném období.

Graf: 3.13: Ukazatelé likvidity



Zdroj: Vlastní zpracování

Hodnoty okamžité likvidity by se dle ministerstva průmyslu a obchodu měly pohybovat v rozmezí od 0,2 do 1. Ve většině let se hodnoty tohoto ukazatele pohybují v těchto doporučených hodnotách. V roce 2006 byla okamžitá likvidita nejvyšší za sledované období, což bylo způsobeno především držením většího množství peněz v hotovosti. V roce 2009 došlo k opačné situaci a okamžitá likvidita klesla pod spodní hranici. Tato situace by byla z dlouhodobého hlediska neudržitelná, neboť by bylo obtížné získat finanční prostředky od věřitelů, pro které by bylo poskytnutí financí rizikové z hlediska návratnosti. Tento pokles však byl způsoben zejména držením menšího množství peněz v hotovosti.

Hodnoty pohotové likvidity by se měly pohybovat v hodnotách 1 – 1,5. Pokles pohotové likvidity pod spodní hranici by mohl znamenat neschopnost společnosti splácet své závazky. V roce 2007 až 2009 se tato likvidita pohybovala těsně pod spodní hranicí z důvodu snížení oběžných aktiv o 30,38%, konkrétně došlo k poklesu peněz a peněžních ekvivalentů. V roce 2010 byla už v doporučených hodnotách, neboť došlo opět k růstu oběžných aktiv. Získání finančních prostředků od věřitelů by tedy neměl být pro firmu problém, protože pro věřitele poskytnutí finančních prostředků nebude příliš rizikové z hlediska návratnosti.

Běžná likvidita, která vyjadřuje, kolikrát jsou oběžná aktiva vyšší než krátkodobé závazky, respektive kolikrát je společnost schopna uspokojit své věřitele, se ve všech sledovaných letech pohybovala pod doporučenými hodnotami (1,5 – 2,5). Tento vývoj běžné likvidity byl způsoben především nárůstem krátkodobých cizích zdrojů vůči oběžným aktivům. Likvidita však měla rostoucí trend, což je pozitivní.

3.4.3 Zadluženost

Analýza zadluženosti nám vyjadřuje, v jaké míře používá společnost pro své financování vlastní a cizí zdroje. Zadluženost poukazuje na rizika, která vyplývají ze struktury vlastních a cizích zdrojů. Jednotlivé ukazatele jsou počítány podle vzorců z podkapitoly 2.4.3.

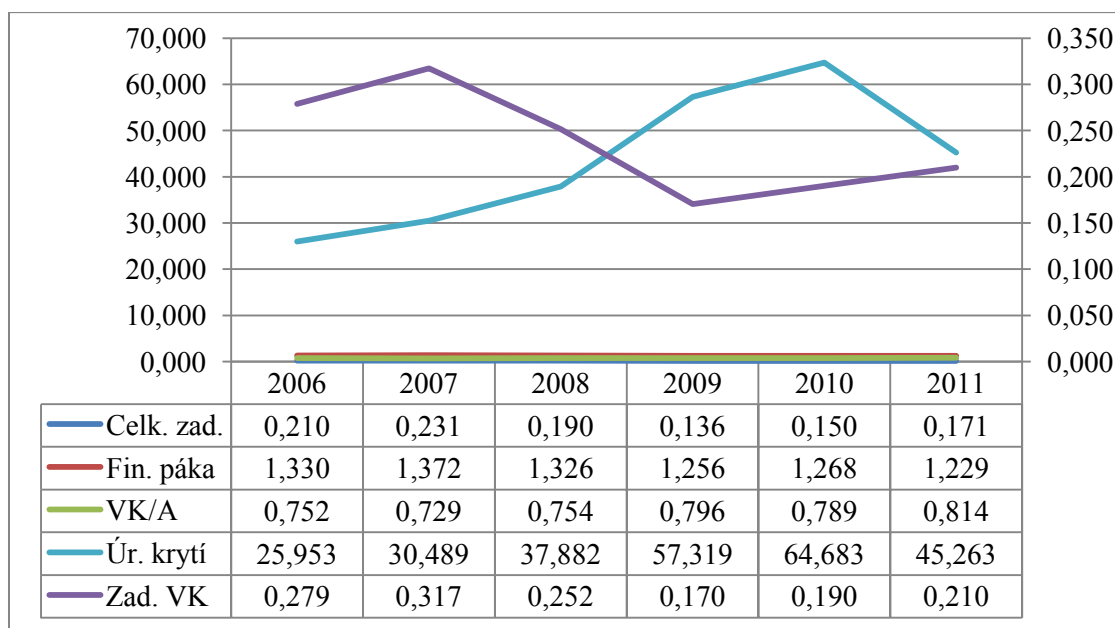
Graf 3.14 zachycuje vývoj ukazatelů zadluženosti ve sledovaném období. Ukazatel celkové zadluženosti vypovídá o míře zapojení cizích zdrojů využitých k financování společnosti. Ve sledovaných letech tento ukazatel kolísá, avšak změny nejsou nijak razantní, což můžeme chápat jako pozitivní jev. Na konci roku 2011 činila celková zadluženost 17,07 %. Finanční páka nám ve sledovaném období taktéž mírně kolísá, celkově však lze říci, že podíl aktiv a vlastního kapitálu je stabilní, což je pozitivní.

Co se týče ukazatele úrokového krytí, ten vyjadřuje kolikrát zisk před zdaněním a úroky, tedy EBIT, pokrývá úrokové náklady. Hodnota tohoto ukazatele by měla být více než

8, což společnost Telefónica víc než dobře splňuje. V roce 2009 úrokové krytí vzrostlo z 37,882 na 57,319 a o rok později dokonce na 64,683, tento nárůst byl způsoben poklesem úrokových nákladů v roce 2009 o více jak 35 %.

Z grafu můžeme konstatovat, že kapitálová struktura se v čase příliš nemění, a firma ve větší míře využívá vlastní zdroje financování.

Graf 3.14: Ukazatelé zadluženosti



Zdroj: Vlastní zpracování

3.4.4 Aktivita

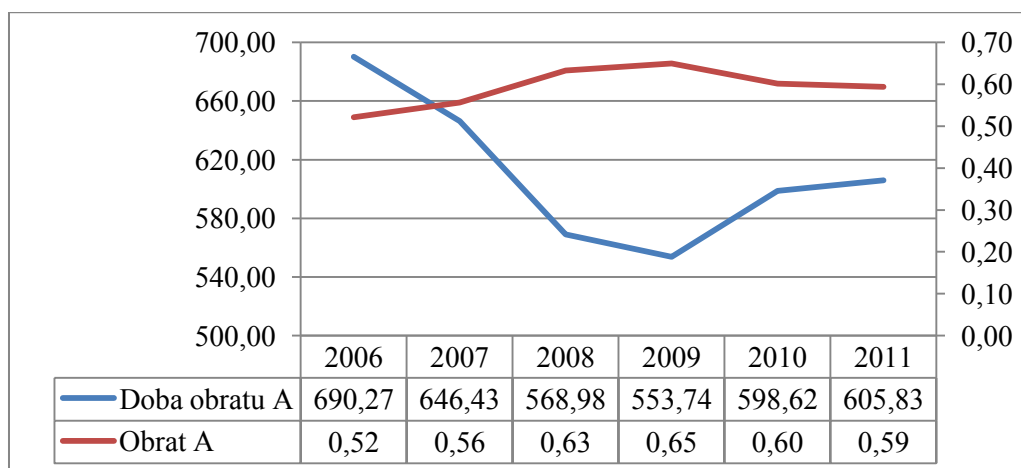
Analýza aktivity slouží k posouzení toho, jak společnost využívá svůj majetek a tedy kolikrát se obrátí každý druh majetku za určitý interval, nebo dobu obratu. Ukazatele aktivity tedy vypovídají o efektivitě hospodaření podniku s aktivy. Následující ukazatele jsou počítány podle vzorců z podkapitoly 2.4.4. Tabulka 3.13 zachycuje jednotlivé ukazatele aktivity a graf 3.15 pak zachycuje dobu obratu aktiv a obrat celkových aktiv.

Tab. 3.15: Ukazatelé aktivity

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Obrat celkových aktiv	0,52	0,56	0,63	0,65	0,60	0,59
Doba obratu aktiv (dny)	690,27	646,43	568,98	553,74	598,62	605,83
Doba obratu zásob (dny)	5,79	4,86	4,28	3,69	3,91	3,32
Doba obratu pohledávek (dny)	43,82	44,65	47,73	57,73	53,36	58,83
Doba obratu závazků (dny)	127,97	132,22	102,02	73,26	88,41	102,77

Zdroj: Vlastní zpracování

Graf 3.15: Ukazatele aktivity



Zdroj: Vlastní zpracování

Obratu celkových aktiv charakterizuje, kolikrát za rok se obrátí aktiva v tržbách. Doporučená hodnota tohoto ukazatele je minimálně 1. Z tabulky i grafu je patrné, že tento ukazatel je velmi nízký, což znamená, že obrat celkových aktiv je delší než jeden rok. Tyto nízké hodnoty obratu celkových aktiv mohou být způsobeny vysokou majetkovou vybaveností, nebo neefektivním využíváním majetku. Následující ukazatel, doba obratu aktiv, pak udává, kolik dnů je potřeba na obrat aktiv. V našem případě, byla doba obratu aktiv v každém roce více než 550 dnů, v roce 2006 dokonce činila 690 dnů.

Doba obratu zásob mírně klesá. Tento ukazatel má však nízké hodnoty, což znamená, že zásoby ve skladu nezůstávají dlouho.

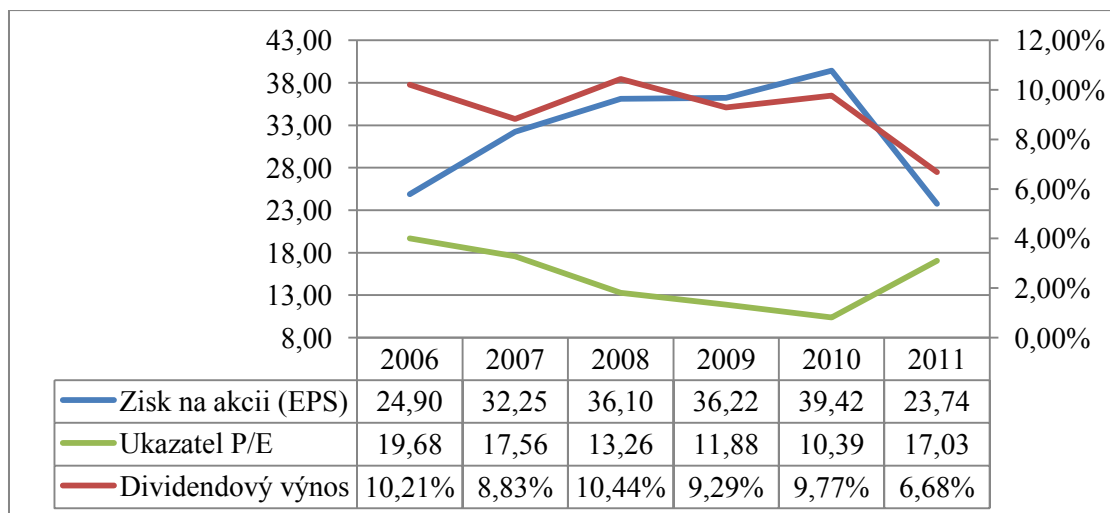
Doba obratu pohledávek je po celou dobu nižší než doba obratu závazků, což je pro společnost důležité, neboť je dodržena solventnost a firma je tedy schopna včas splácet své závazky. Doba obratu závazků vyjadřuje, na jak dlouho dodavatelé poskytují společnosti obchodní úvěr. Důležité je, jak již bylo výše zmíněno, aby doba obratu závazků byla vyšší, než doba obratu pohledávek, což společnost splňuje.

3.4.5 Ukazatele kapitálového trhu

Analýza poměrových ukazatelů využívající informace z kapitálového trhu je důležitá zejména pro stávající i potencionální investory. Podává jim informace o tom, zda bude mít jejich investice přiměřenou návratnost. Jednotlivé ukazatele jsou počítány podle vzorců z podkapitoly 2.4.5.

Následující graf 3.16 zachycuje vývoj ukazatelů kapitálového trhu za sledované období. Pro výpočet ukazatele P/E a dividendového výnosu byla použita tržní cena akcie, přičemž tato cena byla získána zprůměrováním kurzu za jednotlivé roky.

Graf 3.16: Ukazatelé kapitálového trhu



Zdroj: Vlastní zpracování

Zisk na jednu akcii neboli ukazatel EPS zaznamenal od roku 2006 do roku 2010 rostoucí trend. Tento vývoj můžeme považovat za pozitivní. V roce 2007 stoupl EPS o 29,5 %, v roce 2008 o 11,96 %. Tempo růstu se však postupem času zpomalovalo a v roce 2009 vzrostl ukazatel o pouhých 0,33 %. I když v roce 2010 zaznamenal ukazatel EPS zlepšení v podobě nárůstu o 5,26 %, tak v roce 2011 došlo díky snížení čistého zisku k razantnímu poklesu o 29,28 %.

Ukazatel P/E, neboli podíl tržní ceny akcie a čistého zisku na jednu akcii, je nejvyužívanějším ukazatelem na akciových trzích. Tento ukazatel můžeme také charakterizovat jako množství peněz, které je ochoten investor zaplatit za jednu jednotku výnosu, nebo jako počet let, za které investor obdrží zpátky sumu, za kterou akcii nakoupil. Vysoké P/E znamená, že investor nákupem akcie platí vysokou cenu za jednotku zisku, zároveň je také známkou toho, že investoři mají o akciích společnosti vysoké mínění vzhledem k budoucím ziskům. Naopak nízké P/E neznámá vždy, že investor platí nízkou cenu za jednotku zisku a tedy, že je akcie vhodná ke koupi, neboť nízká ziskovost může pokračovat i v dalších letech, což pro investora není žádoucí. Z výše uvedeného je patrné, že interpretace tohoto ukazatele je složitější. Ve srovnání s většinou ostatních evropských telekomunikačních společností jsou akcie Telefóniky drahé. V 2012 se předpokládá, že zisk meziročně klesne až o 10 %, a proto akcie této nebudou příliš atraktivní.

Co se týče dividendového výnosu, ten ve sledovaném období zaznamenal kolísavý trend. V roce 2011 poklesl o 32 % na 6,68 %. Tento razantní propad je způsoben rozhodnutím o výplatě dividendy ve výši 27 Kč, avšak dojde také ke snížení základního kapitálu, který zajistí kompenzaci výplaty takto nízké dividendy, jak již bylo zmíněno v kapitole 3.3.4.

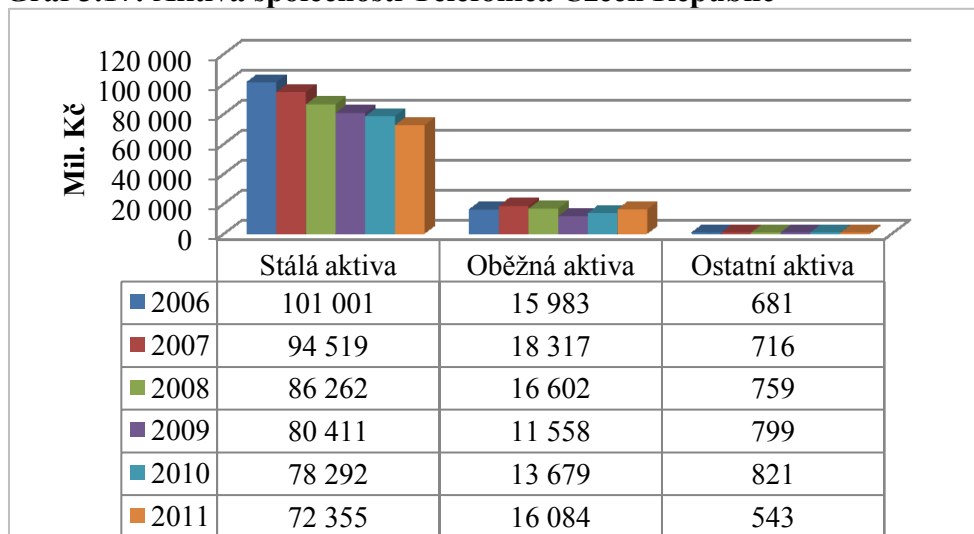
3.4.6 Analýza aktiv

Struktura aktiv je tvořena zejména stálými aktivy a tvoří zhruba 80 % celkových aktiv. Z grafu je patrné, že stálá aktiva v průběhu sledovaných let neustále klesají. Stálá aktiva poklesla hlavně díky dlouhodobého hmotného majetku. Snížování majetku je způsobeno především postupným odepisováním budov, samostatných movitých věcí, souboru movitých věcí vlastněných společností a dále pak prodejem části movitého majetku, jako jsou např. telefonní ústředny a ostatní zařízení. Tento pokles stálých aktiv můžeme hodnotit jako jev negativní, protože to signalizuje neefektivní nakládání se svěřenými prostředky, i přesto vlastní Telefónica velké množství samostatných movitých věcí a souboru movitých věcí, jež tvoří největší položku dlouhodobého hmotného majetku. Pozitivním efektem ale je, že nám vzrostl dlouhodobý finanční majetek a to konkrétně investice v dceřiných a přidružených společnostech, které nám signalizují, že se firma rozšiřuje a rozšiřují se i poskytované služby zákazníkům a distribuční sítě. Co se týče oběžných aktiv, ty vykazují kolísavý trend. Růst oběžných aktiv byl způsoben především růstem finančního majetku, kde byl zaznamenán nárůst hlavně peněžních prostředků v hotovosti. Ostatní aktiva nám stejně jako stálá aktiva klesly, tento pokles je ale jen mírný a pouze v roce 2006 a 2007.

Společnost Telefónica Czech Republic, a.s. by si měla dát pozor na pokles stálých aktiv, neboť výrazný pokles není dobrou vizitkou firmy. Firma by se měla rozšiřovat a tomu by měl odpovídat nárůst stálých aktiv. Co se týče oběžných aktiv, firma by si měla hlídat nárůst peněžních prostředků v hotovosti, protože tento nárůst se projeví v okamžité likviditě.

Následující graf zachycuje stav aktiv v jednotlivých letech.

Graf 3.17: Aktiva společnosti Telefónica Czech Republic

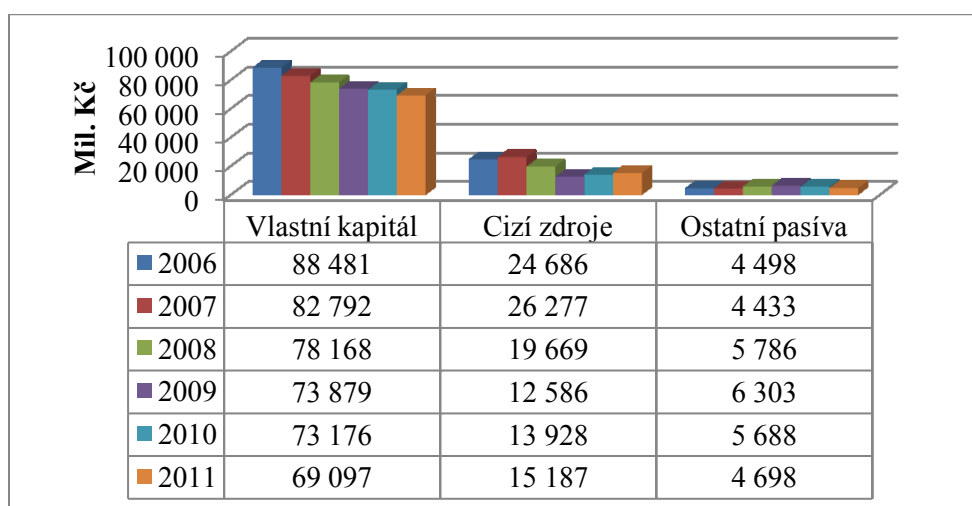


Zdroj: Vlastní zpravování na základě Výročních zpráv společnosti 2006-2011

3.4.7 Analýza pasiv

Společnost využívá ve větší míře vlastní zdroje, ale podíl tohoto vlastního financování se postupem času snižuje. Z grafu 3.18 vyplývá, že po celé sledované období klesá vlastní kapitál. Na hodnotu vlastního kapitálu měl největší vliv nerozdělený zisk z minulých let. Dne 21. dubna Valná hromada schválila změnu ve struktuře vlastního kapitálu a to převodem 6 442 mil Kč z emisního ážia do zákonného rezervního fondu, přičemž tyto prostředky byly dále převedeny do nerozděleného zisku a použity na vyplacení dividend. Vlastní zdroje financování jsou obecně považovány za dražší, ale zato méně rizikové. Jelikož je tato firma velkou společností, má veliké nároky na finance. Cizí zdroje zaznamenaly kolísající trend. Růst způsobily závazky z obchodního styku, což je z hlediska rozšiřování distribuce normální. Naopak pokles byl způsoben zejména snížením dlouhodobých závazků. Společnost využívá v malé míře bankovní úvěry a výpomoci krátkodobého charakteru, což je pro společnost lepší než využívání dlouhodobých finančních zdrojů. Ostatní pasiva se nám, jak můžeme vidět na grafu, výrazně nemění.

Graf 3.18: Pasiva společnosti Telefónica Czech Republic

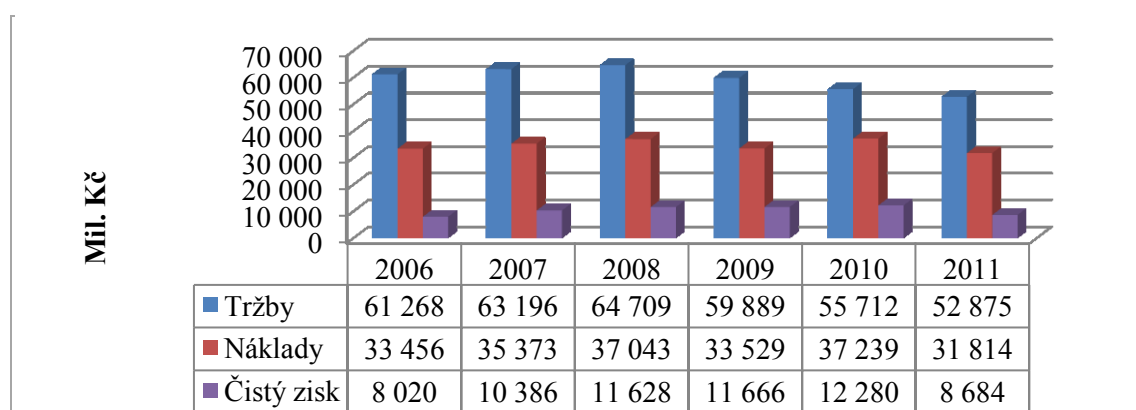


Zdroj: Vlastní zpracování na základě Výročních zpráv společnosti 2006-2011

3.4.8 Analýza výkazu zisků a ztrát

V rámci hodnocení jednotlivých účetních výkazů je rovněž důležité soustředit se na vývoj tržeb, nákladů a samozřejmě čistého zisku, tedy na hodnocení výkazu zisků a ztrát. Graf 3.19 zachycuje vývoj výkonů neboli tržeb, nákladů, které jsou tvořeny výkonovou spotřebou a osobními náklady a čistého zisku, který je ve výkazu zisků a ztrát zaznamenán jako výsledek hospodaření za běžné účetní období. Z grafu je patrné, že od roku 2006 do roku 2008 je nárůst tržeb, nákladů i čistého zisku plynulý. V roce 2009 došlo zejména díky finanční krizi k poklesu tržeb o 7,45 %, který byl doprovázen snížením nákladů o 9,49 %. Úbytek čistého zisku nebyl v tomto roce tak razantní, došlo ke snížení o 0,33 %. V roce 2011 však čistý zisk klesl o 29,28 %, tento prudký pokles byl způsoben snížením tržeb z fixních telekomunikačních služeb, zvyšujícím se konkurenčním tlakem a nasyceností tohoto odvětví.

Graf 3.19: Vývoj tržeb, nákladů a čistého zisku



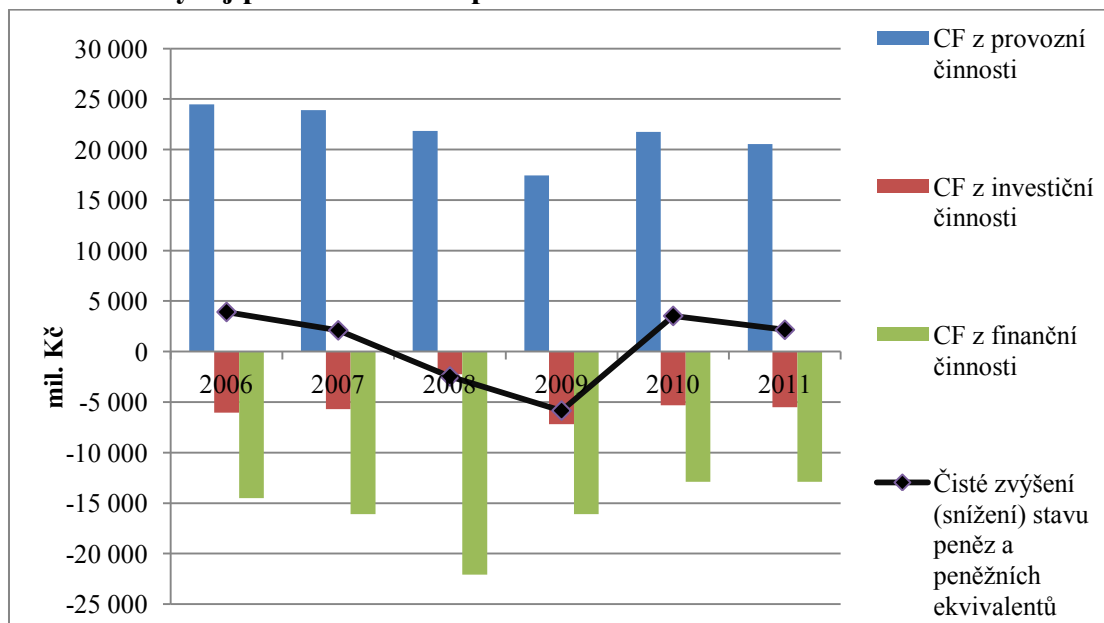
Zdroj: Vlastní zpracování na základě Výročních zpráv společnosti 2006-2011

3.4.9 Analýza cash flow

Nejdůležitější položkou výkazu cash flow jsou čisté peněžní toky z provozní činnosti, které by dlouhodobě neměly být záporné. Z grafu 3.20 je vidět, že CF z provozní činnosti je za celé sledované období v kladných hodnotách, což je pro firmu pozitivní vývoj. CF z investiční činnosti bylo po celou dobu sledování záporné, neboť Telefónica neustále investuje do svých stálých aktiv, tedy jak do dlouhodobého hmotného, tak i nehmotného majetku, přičemž největší investice společnost uskutečnila v roce 2009, a to ve výši 7 177 mil. Kč. Co se týče čistých peněžních toků z finanční činnosti, ty byly po celé sledované období v záporných hodnotách, přičemž tato položka je tvořena zejména výši vyplacených dividend. Nejvyšší hodnota této položky byla zaznamenána v roce 2008 a to ve výši 22 075 mil. Kč.

Peníze a peněžní ekvivalenty meziročně rostly až na rok 2008 a 2009, kdy došlo k poklesu o 2 460 mil. Kč v roce 2008 a o 5 847 mil. Kč v roce 2009. V následujících letech peníze a peněžní ekvivalenty opět meziročně rostly.

Graf 3.20: Vývoj peněžních toků společnosti Telefónica



Zdroj: Vlastní zpracování na základě Výročních zpráv společnosti 2006-2011

4 Srovnání dosažených výsledků a shrnutí

V této kapitole je věnována pozornost metodám stanovení vnitřní hodnoty akcie, ze kterých vychází následné srovnání dosažených výsledků a shrnutí zjištěných skutečností v podobě investičního doporučení. Investiční doporučení tedy vychází z předchozích analýz, ze SWOT analýzy podniku a zjištěné vnitřní hodnoty akcie.

4.1 Stanovení vnitřní hodnoty akcie

Stanovení vnitřní hodnoty akcie je hlavní součástí fundamentální analýzy. Odhadnutá vnitřní hodnota se porovnává s tržní cenou akcie, čímž se zjistí, zda je akcie nadhodnocená (vnitřní hodnota je menší než tržní cena akcie) nebo podhodnocená (vnitřní hodnota je větší než tržní cena akcie). Od toho se poté odvíjí investiční doporučení, tzn. prodat resp. koupit akcii. Pro výpočet vnitřní hodnoty akcie společnosti Telefónica Czech Republic, a.s. jsou použity následující metody:

- ziskové modely,
- cash flow modely,
- bilanční modely,
- historické modely.

4.1.1 Vstupní parametry

Pro výpočet vnitřní hodnoty akcie je potřeba znát několik parametrů, mezi které patří prognóza tržeb do budoucna, prognóza zisku. Pro výpočet vnitřních hodnot metodou ziskového modelu je velice důležitý výpočet míry růstu zisku a očekávaná výnosová míra. Pro modely cash flow je navíc nutné znát míru růstu cash flow, nebo očekávanou účetní hodnotu společnosti na akcii.

Prognóza tržeb

Prognóza tržeb společnosti Telefónica Czech Republic, a.s. pro rok 2012 až 2014 je sestavena na základě jejich historického vývoje let 2006 až 2011, a současně je přihlédnuto k podílu těchto tržeb na hrubém domácím produktu (dále jen HDP) stejného období. V následující tabulce je zachycen vývoj tržeb v minulých letech, přičemž na základě geometrického průměru, který udává průměrné roční tempo růstu tržeb je vypočítán

očekávaný pokles tržeb v následujícím období, respektive v roce 2012. Očekávaný pokles tržeb vypočtený geometrickým průměrem je následně porovnán s očekávaným poklesem tržeb dle společnosti.

Tab. 4.1: Prognóza tržeb

	Hodnota	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Tržby společnosti	mil. Kč	61 268	63 196	64 709	59 889	55 712	52 875
Růst/pokles tržeb	-	-	1,0315	1,0239	0,9255	0,9303	0,9491
Geometrický průměr	%	-2,9036					

Zdroj: Vlastní zpracování

Z tabulky vyplývá, že průměrné roční tempo růstu, respektive poklesu tržeb je ve výši -2,9 %. Od roku 2009 tržby společnosti klesají, avšak tempo poklesu se každý rok snižuje. Zatímco v roce 2011 klesly tržby o 5,09 % v roce 2012 Telefónica očekává, že tržby poklesnou pouze o 3 %. Tento vývoj potvrzuje i geometrický průměr.

Očekávané tržby v následujících letech jsou také počítány na základě poměru tržeb k HDP. Z historické řady je patrné, jak udává tab. 4.2, že podíl tržeb na HDP se rok od roku snižuje a předpokládá se, že tento pokles bude pokračovat i nadále. V případě výpočtu váženého aritmetického průměru je vypočítána hodnota poměru tržeb k HDP na 1,58. Vzhledem k tomu, že se nepředpokládá, že by poměr tržeb společnosti na HDP opět vzrostl, a to díky měnícímu se prostředí na telekomunikačním trhu, kde je zvyšující se konkurence a regulace ze strany jak Českého telekomunikačního úřadu, tak ze strany Evropské unie, je tato hodnota upravená na hodnotu 1,35, přičemž tato výše vychází z očekávání společnosti o poklesu tržeb o 3 %.

Tab. 4.2 Podíl tržeb společnosti na HDP

	Hodnota	2006	2007	2008	2009	2010	2011
HDP	mld. Kč	3 222,40	3 535,50	3 689,00	3 628,10	3 667,60	3 807,20
Tržby společnosti	mld. Kč	61,27	63,20	64,71	59,89	55,71	52,88
Podíl tržeb na HDP	%	1,90	1,79	1,75	1,65	1,52	1,39
Váha	-	1	2	3	4	5	6
Součin váhy a podílu	%	1,90	3,57	5,26	6,60	7,60	8,33
Součet vah	-	21					
Součet součinů	%	33,27					
Vážený průměr	%	1,58					
Upravená hodnota	%	1,35					

Zdroj: Vlastní zpracování

Následující tabulka zachycuje prognózu tržeb na základě HDP, přičemž prognóza HDP vychází z očekávání ministerstva financí. Podíl tržeb na HDP vychází z předchozí tabulky, přičemž se v následujícím roce snižuje o 0,5 desetin, z důvodu snižujícího se trendu podílu tržeb společnosti na HDP, jak zachycuje výše uvedená tabulka.

Tab. 4.3: Prognóza tržeb na základě HDP

	Hodnota	2012	2013	2014
HDP	mld. Kč	3 814,8144	3 864,4070	3 966,0177
Podíl tržeb na HDP	%	1,35	1,30	1,30
Tržby Telefóniky Czech Republic	mld. Kč	51,3397	50,2373	51,5582
Prognóza tržeb Telefóniky	mil. Kč	51 340	50 237	51 558

Zdroj: Vlastní zpracování

Výsledná prognóza tržeb vychází, jak z očekávání společnosti, tak z vývoje HDP, přičemž prognóze tržeb, jež vychází z historické řady, jsou přiřazeny vyšší váhy a to tak, že bližšímu období, tedy roku 2011 je přiřazena váha nejvyšší a vzdálenějšímu období, kterým je rok 2006 váha nejnižší.

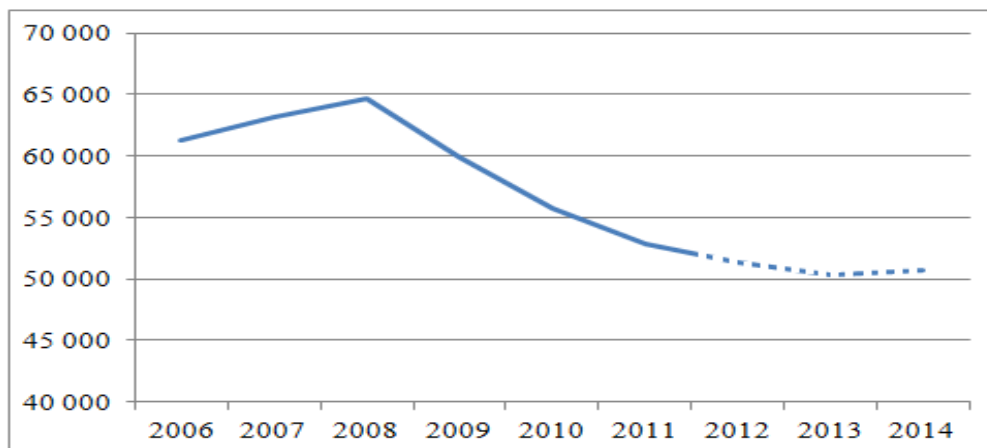
Tab. 4.4: Prognóza tržeb

	Hodnota	2012	2013	2014
Tržby (dle historické řady)	mil. Kč	51 340	50 362	49 907
Váha	-	3	2	1
Součin tržeb a váhy	mil. Kč	154 019	100 725	49 907
Tržby (dle HDP)	mil. Kč	51 340	50 237	51 558
Váha	-	2,0	1,5	1,0
Součin tržeb a váhy	mil. Kč	102 679	75 356	51 558
Součet tržeb	mil. Kč	256 699	176 081	101 466
Součet vah	-	5,0	3,5	2,0
Prognóza tržeb	mil. Kč	51 340	50 309	50 733
Tempo růstu	%	-2,9036	-2,0081	0,8428

Zdroj: Vlastní zpracování

Z tab. 4.5 je patrné, že již v roce 2014 se očekává nárůst tržeb o 0,84. Vývoj tržeb zachycuje i následující graf, přičemž prognózované hodnoty jsou tečkované.

Graf 4.1: Prognóza tržeb



Zdroj: Vlastní zpracování

Prognóza účetní hodnoty

Jednou z možností prognózy, jak uvádí Mařík (2011, s. 471) je využití rovnice regrese, přičemž jako dostačující považuje tento autor jednoduchou lineární regresi. Regresní koeficienty jsou získány z analytického modulu tabulkového procesu Excel, pomocí regresní analýzy, do které jsou dosazeny data o pořadí let (nezávislá proměnná x) a účetních hodnotách (závislá proměnná y). Výsledek regrese se nachází v přílze 5. Účetní hodnota je vypočítána jako rozdíl mezi aktivy a cizími zdroji, přičemž výsledný rozdíl je vydělen počtem emitovaných akcií, a tím je získána účetní hodnota na akcii v jednotlivých letech.

Tab. 4.5: Vývoj účetní hodnoty

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Aktiva (v mil. Kč)	117 665	113 552	103 623	92 768	92 792	88 982
Cizí zdroje (v mil. Kč)	24 686	26 277	19 669	12 586	13 928	15 187
Rozdíl (v mil. Kč)	92 979	87 275	83 954	80 182	78 864	73 795
Počet akcií (v ks)	322 089 890					
Účetní hodnota (v Kč)	288,67	270,96	260,65	248,94	244,85	229,11

Zdroj: Vlastní zpracování

Tab. 4.6: Vývoj účetní hodnoty pomocí rovnice regrese

Rok	Skutečnost		Teoretické hodnoty	
	Účetní hodnota (v Kč)	Δ	Čas (funkce lineární)	Δ
2006	288,67	-	284,90	-
2007	270,96	-6,13%	273,82	-3,89%
2008	260,65	-3,81%	262,74	-4,05%
2009	248,94	-4,49%	251,66	-4,22%
2010	244,85	-1,64%	240,58	-4,40%
2011	229,11	-6,43%	229,50	-4,61%
2012	-	-	218,41	-4,83%

Zdroj: Vlastní zpracování

Rovnice regrese = $22\,514,6833 - 11,0816 \cdot \text{Rok}$

Účetní hodnota pro rok 2012 = $22\,514,6833 - 11,0816 \cdot 2012 = \mathbf{218,41 \text{ Kč}}$

Pomocí rovnice regrese je zjištěna očekávaná hodnota účetní hodnoty pro rok 2012 ve výši 218,41 Kč na akcii.

Míra růstu dividend

Vzhledem ke konstantní výši dividendy 40 Kč na akcii v letech 2009 až 2011 se bude i nadále předpokládat tato konstantní výše. Telefónica se již dříve snažila udržet konstantní výši dividendy, od roku 2006 až 2008 byla dividenda ve výši 50 Kč na akcii. Díky však finanční krizi a celkovému negativnímu vývoji ekonomiky v následujících letech, byla nucena tuto dividendu snížit na 40 Kč. Dividendy jsou vypláceny z čistého zisku a z části také z nerozděleného zisku z minulých let.

Tab. 4.7: Vývoj dividend

	Minulost						Prognóza		
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Výše dividendy na akcii	50	50	50	40	40	40	40	40	40

Zdroj: Vlastní zpracování a Výroční zprávy společnosti 2006 - 2011

Míra růstu zisku

Míru růstu zisku je možné stanovit hned několika způsoby. Stanovení míry růstu zisků je provedeno na základě historických údajů o zisku za sledované období, a to podle vzorce 2.46, poté je vypočtena historická normalizovaná míra růstu. Dále je míra růstu zisku

vypočtena pomocí Damodaronova log-lineárního modelu a nakonec je odvozena z firemních finančních ukazatelů. Výši zisku sledovaného období zaznamenává následující tabulka.

Tab. 4.8: Vývoj čistého zisku

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Čistý zisk (v mil. Kč)	8 020	10 386	11 628	11 666	12 280	8 684

Zdroj: Vlastní zpracování na základě Výročních zpráv 2006 – 2011

Nejdříve jsou vypočteny roční míry růstu (poklesu) zisku, které jsou posléze zprůměrovány váženým aritmetickým průměrem, kde je nejvzdálenějšímu období, tedy roku 2006 přiřazena nejmenší váha a nejbližšímu období, tedy roku 2011, váha největší.

Tab. 4.9: Historická míra růstu zisku

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Čistý zisk (v mil. Kč)	8 020	10 386	11 628	11 666	12 280	8 684
Změna v %	-	29,50	11,96	0,33	5,26	-29,28
Váha	-	1	2	3	4	5
Vážený aritmetický průměr	-4,73%					

Zdroj: Vlastní zpracování

Normalizovaná historická míra růstu je založena na vyhlazení krajních hodnot zisku pomocí geometrického průměru, který není tak citlivý na výskyty extrémních hodnot, jak uvádí Veselá (2003, s. 65). Poté se, na základě vzorce 2.46, vypočítá výsledná míra růstu zisku mezi středy takto vyhlazených krajních hodnot zisku.

Tab. 4.10: Normalizovaná historická míra růstu zisku

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Čistý zisk	8 020	10 386	11 628	11 666	12 280	8 684
Geometrický průměr ze 3 nejbližších a 3 nejvzdálenějších hodnot zisku	\ 9 894,09 _/			\ 10 755,07 _/		
Míra růstu zisku vypočtená z vyhlazených hodnot zisků	\ ____ 2,82 % ____/					

Zdroj: Vlastní zpracování

Historickou míru lze také vypočítat, jak uvádí Veselá (2003, s. 67) za pomoci Damodaranova log-lineárního modelu, který vychází z regresní analýzy. Koeficient b se v tomto modelu stává mírou procentních změn zisku za jednotku času. Regresní analýza vychází z dat o pořadí let (nezávisle proměnná x) a zlogaritmovaných dat o čistém zisku (závisle proměnná y).

Z regresní analýzy vyplývá, že míra růstu zisku je ve výši 2,58 %. Tuto míru však nemůžeme považovat za věrohodnou, neboť na základě regresní analýzy je zjištěno, že model není statisticky významný a není tak vhodný k predikci viz. příloha 6. Proto s touto mírou již nebude dále počítáno.

$$\text{LN}(E_t) = -42,6078 + 0,02581 \cdot t$$

$$g = 2,58 \%$$

Posledním způsobem, který bude použit, je výpočet míry růstu zisku na základě firemních finančních ukazatelů. Tento způsob výpočtu uvádí rovněž Veselá (2003, s. 82) Výpočet je proveden podle vzorce 2.49, kde ROE_t představuje rentabilitu vlastního kapitálu v roce 2011 a ROE_{t-1} rentabilitu vlastního kapitálu v roce předchozím, tedy v roce 2010. E_t je čistí zisk společnosti vykázaný v roce 2010. BV_t představuje účetní hodnotu společnosti v roce 2011, přičemž tato hodnota je dána rozdílem aktiv a cizích zdrojů. Veličina b představuje retention ratio neboli podíl zadrženého zisku na úrovni společnosti na celkovém čistém zisku. Hodnotu b vypočítáme jako rozdíl čistého zisku a částky vyplacené na dividendy, přičemž tento rozdíl dále vydělíme čistým ziskem. Jednotlivé položky potřebné pro výpočet a výslednou míru růstu zisku zachycuje následující tabulka.

Tab. 4.11: Míra růstu zisku odvozená z firemních finančních ukazatelů

ROE_t (v %)	12,00
ROE_{t-1} (v %)	16,78
E_t (v mil. Kč)	12 280
BV_t (v mil. Kč)	73 795
b	-0,48
Míra růstu zisku (g)	-34,56%

Zdroj: Vlastní zpracování

Z předešlých výpočtů je patrné, že míra růstu zisku se v závislosti na použité metodě liší. Vzhledem k očekávanému poklesu tržeb se dá předpokládat, že i velikost čistého zisku v následujícím období poklesne. Tempo poklesu tržeb se však snižuje a proto se nepředpokládá, že pokles zisku bude tak razantní jako v předchozím roce, kdy zisk poklesl téměř o 35 %. V dalších výpočtech bude proto použita průměrná míra růstu, respektive poklesu zisku, která je ve výši -12,16 %. Následující tabulka zachycuje průměrnou výši míru růstu, respektive poklesu zisku.

Tab. 4.12: Výsledná míra růstu zisku

Použitá metoda	Míra růstu (g)
Historická míra růstu zisku na základě váženého aritmetického průměru	-4,73%
Normalizovaná historická míra růstu zisku	2,82%
Míra růstu odvozená z firemních finančních ukazatelů	-34,56%
Průměrná míra růstu zisku (g)	-12,16%

Zdroj: Vlastní zpracování

Míra růstu Cash Flow

Míru růstu Cash Flow je možné stanovit několika způsoby, stejně jako míru růstu zisku, přičemž se liší pouze postup, při výpočtu míry růstu na základě firemních finančních ukazatelů, který uvádí Veselá (2011, s. 423). Výši Cash Flow sledovaného období zaznamenává následující tabulka.

Tab. 4.13: Vývoj Cash Flow ve sledovaném období

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Cash flow (v mil. Kč)	24 456	23 886	21 842	17 449	21 739	20 532

Zdroj: Vlastní zpracování na základě Výročních zpráv 2006 – 2011

Nejdříve jsou opět vypočteny roční míry růstu cash flow, které jsou posléze zprůměrovány, přičemž je použit vážený aritmetický průměr, kde je nejvzdálenějšímu období přiřazena nejmenší váha a nejbližšímu období váha největší.

Tab. 4.14: Historická míra růstu Cash Flow

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Cash flow (v mil. Kč)	24 456	23 886	21 842	17 449	21 739	20 532
Změna v %		-2,33	-8,56	-20,11	24,59	-5,55
Váha	-	1	2	3	4	5
Vážený aritmetický průměr	-7,14%					

Zdroj: Vlastní zpracování

Normalizovaná historická míra růstu je založena na vyhlazení krajních hodnot cash flow pomocí geometrického průměru, který není tak citlivý na výskyty extrémních hodnot, jak uvádí Veselá (2003, 65). Poté se, na základě vzorce 2.46, vypočítá míra růstu cash flow mezi středy takto vyhlazených krajních hodnot cash flow.

Tab. 4.15: Normalizovaná historická míra růstu Cash Flow

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Cash Flow	24 456	23 886	21 842	17 449	21 739	20 532
Geometrický průměr ze 3 nejbližších a 3 nejvzdálenějších hodnot cash flow	_ 23 367,22 _ /			_ 19 821,98 _ /		
Míra růstu Cash Flow	_ -5,34 % _ /					

Zdroj: Vlastní zpracování

Historickou míru lze také vypočítat za pomoci Damodaranova log-lineárního modelu, který vychází z regresní analýzy. Tento postup uvádí ve své publikaci Veselá (2003, s. 67). Koeficient b se v tomto modelu stává mírou procentních změn cash flow za jednotku času. Regresní analýza vychází z dat o pořadí let (nezávisle proměnná x) a zlogaritmovaných dat o cash flow (závisle proměnná y).

Z regresní analýzy vyplývá, že míra růstu cash flow je ve výši $-3,95\%$. Tuto míru však nemůžeme považovat za věrohodnou, neboť na základě regresní analýzy je zjištěno, že model není statisticky významný a není tak vhodný k predikci viz. příloha 7. Proto s touto mírou již nebude dále počítáno.

$$\ln(CF_t) = 89,2587 - 0,0395 \cdot t$$

$$g = -3,95\%$$

Posledním zvoleným způsobem výpočtu míry růstu zisku je odvození míry růstu z firemních finančních ukazatelů, kterou uvádí Veselá (2011 s. 423). Výpočet je proveden podle vzorce 2.50. Následující tabulka zachycuje potřebné údaje pro výpočet a výslednou míru růstu cash flow, kde EBIT představuje zisk před zdaněním a úroky, IC jsou investiční výdaje, O jsou odpisy, $\Delta\text{ČPK}$ je změna pracovního kapitálu, t je daňová sazba daně z příjmů právnických osob, b_R představuje míru reinvestic a ROC je rentabilita vloženého kapitálu. Nejdříve je nutné vypočítat hodnotu ROC, který představuje podíl zisku před zdaněním vynásobený $(1-t)$ a investičními výdaji. Výslednou hodnotu rentability vloženého kapitálu vynásobíme mírou reinvestic, která je počítána na základě vzorce 2.48 a získáme míru růstu cash flow.

Tab. 4.16: Míra růstu Cash Flow odvozená od firemních finančních ukazatelů

EBIT (v mil. Kč)	10 139
IC (v mil. Kč)	72 392
ROC	11,34%
IV (v mil. Kč)	5 856
O (v mil. Kč)	11 651
$\Delta\text{ČPK}$ (v mil. Kč)	899
t	19%
b_R	-0,596
Míra růstu Cash Flow (g)	-6,76%

Zdroj: Vlastní zpracování

Míra růstu Cash Flow se v závislosti na použité metodě opět liší. V dalších výpočtech bude použita průměrná míra růstu cash flow, která je ve výši -6,41 %. Výsledky jednotlivých použitých metod a konečnou míru růstu Cash flow zachycuje následující tabulka.

Tab. 4.17: Výsledná míra růstu Cash Flow

Použitá metoda	Míra růstu (g)
Historická míra růstu cash flow na základě váženého aritmetického průměru	-7,14%
Normalizovaná historická míra růstu cash flow	-5,34%
Míra růstu odvozená z firemních finančních ukazatelů	-6,76%
Průměrná míra růstu Cash Flow (g)	-6,41%

Zdroj: Vlastní zpracování

Požadovaná výnosová míra

Požadovaná výnosová míra je nezbytným vstupním údajem pro ohodnocení modely respektující časovou hodnotu peněz. Tato veličina v sobě zohledňuje náklady obětované příležitosti a inflaci, ale také úroveň rizika a likvidity spojené s instrumentem, pro jehož ohodnocení je využita. Pro výpočet požadované výnosové míry bude použit model CAPM, respektive podle vzorce 2.53.

Pro stanovení bezrizikové sazby R_F se nejčastěji používá výnos státních pokladničních poukázek, nebo výnos státních dluhopisů. Pro účely této diplomové práce je použit historický průměrný výnos pětiletých státních dluhopisů za období jednoho roku na základě měsíčních dat, viz příloha 8. Výnos trhu R_M je stanoven jako historický průměrný výnos indexu PX za 5 let, tedy od června 2007 až do června roku 2012, na základě měsíčních dat, viz příloha 8. Poslední veličina, která je nutná pro výpočet požadované výnosové míry je beta faktor, jež vyjadřuje citlivost výnosové míry konkrétního cenného papíru na změnu výnosové míry

tržního portfolia. Beta faktor je stanovený na základě lineární regrese, viz příloha 9. Nejčastěji se beta faktor počítá za dvouletou popřípadě pětiletou periodu, přičemž pro účely této diplomové práce je beta faktor vypočítán na základě měsíčních dat za poslední 2 roky, respektive od června roku 2010 do června roku 2012.

Vstupní údaje pro výpočet očekávané výnosové míry akcie:

- $R_F = 2,17 \%$
- $R_M = -0,86 \%$
- $\beta = 0,5014$

$$E(r_{Telefónica}) = 2,17 + 0,5014 \cdot (-0,86 - 2,17) = 0,654 \%$$

Vypočítaná požadovaná výnosová míra společnosti Telefónica Czech Republic činí 0,654 %, dodatečný výnos trhu, který představuje rozdíl mezi výnosem trhu a bezrizikovou sazbou je ve výši -3,03 %. Součinem beta faktoru a dodatečného výnosu získáme hodnotu celkové rizikové prémie ve výši -1,52 %.

4.1.2 Ziskové modely

Ziskové modely patří k nepoužívanějším metodám určování vnitřních hodnot akcií, neboť respektují časovou hodnotu peněz. Tyto modely vycházejí z velikosti očekávaného čistého zisku příslušného akciového emitenta připadajícího na kmenovou akcii. Zisk je zpravidla různým způsobem rozkládán nebo upravován, přičemž nejznámějším ukazatelem je P/E ratio, mezi další ukazatele pak patří P/BV ratio a P/S ratio. V praxi se ziskové modely zaměřují spíše na kratší investiční horizont, např. 3 roky.

P/E ratio

P/E ratio je dáno poměrem mezi kurzem (cenou) akcie a čistým ziskem na akcii, přičemž vyjadřuje na kolik korun je investor ochoten zaplatit za jednu korunu zisku společnosti. Nejdříve je nutné spočítat normální P/E, které se následně násobí očekávaným čistým ziskem na akcii. Vnitřní hodnota se počítá na základě vzorce 2.30. E_1 představuje očekávaný čistý zisk na akcii v roce 2012, r je požadovaná výnosová míra, g je míra poklesu zisku a p je dividendový výplatní poměr. Dividendový výplatní poměr se počítá jako podíl celkové částky vyplacené na dividendách a čistého zisku za dané účetní období.

Tab. 4.18: P/E ratio

Položka	Na akcii
E_1	23,68
r	0,654%
g	-12,16%
p	1,69
$(P/E)_N$	13,18
Vnitřní hodnota akcie	312,17

Zdroj: Vlastní zpravování

Vnitřní hodnota činí 312,17 Kč. Ve srovnání s aktuálním kurzem akcie společnosti Telefónica Czech Republic, který byl k 4. 7. 2011 ve výši 385,50 Kč, se tato akcie jeví jako nadhodnocená.

P/BV ratio

P/BV ratio představuje poměr kurzu (ceny) akcie a účetní hodnoty na akcii, přičemž vyjadřuje kolik korun jsou investoři ochotni zaplatit za jednu korunu vlastního kapitálu dané firmy. Vnitřní hodnota se počítá na základě vzorce 2.31 jako součin očekávané účetní hodnoty vlastního kapitálu na akcii, rentability vlastního kapitálu a dividendového výplatního poměru, přičemž se tento součin dále dělí rozdílem mezi požadovanou výnosovou mírou a mírou růstu zisku. BV_1 představuje očekávanou účetní hodnotu vlastního kapitálu, tedy očekávaný rozdíl mezi aktivy a cizími zdroji společnosti na akcii v roce 2012. ROE je rentabilita vlastního kapitálu v roce 2011, ostatní symboly jsou shodné s předchozím modelem.

Tab. 4.19: P/BV ratio

Položka	Na akcii
BV_1	218,41
ROE	12,00%
p	1,69
r	0,654%
g	-12,16%
P_0/BV_1	1,58
Vnitřní hodnota akcie	345,35

Zdroj: Vlastní zpracování

Vnitřní hodnota činí 345,35 Kč. Ve srovnání s aktuálním kurzem akcie společnosti Telefónica Czech Republic, který byl k 4. 7. 2012 ve výši 385,50 Kč, se tato akcie jeví jako nadhodnocená.

P/S ratio

P/S ratio představuje poměr kurzu (ceny) akcie a tržeb na akcii, přičemž vyjadřuje, kolik korun je investor ochoten zaplatit za jednu korunu tržeb. Vnitřní hodnota akcie se počítá na základě vzorce 2.34 jako součin očekávaných tržeb v příštím roce, očekávané ziskové marže a dividendového výplatního poměru, přičemž tento součin se dále dělí rozdílem mezi požadovanou výnosovou mírou a mírou růstu zisku. S_1 představuje očekávané tržby v roce 2012, M_0 je zisková marže v roce 2011, M_1 je očekávaná zisková marže v roce 2012. Ostatní symboly jsou shodné s výše uvedenými modely.

Tab. 4.20: P/S ratio

Položka	Na akcii
S_1 (v mil. Kč)	51 340
M_1	14,86%
M_0	16,42%
p	1,69
r	0,654%
g	-12,16%
P_0/S_1	1,96
Počet akcií	322 089 890
VH	100 547,17
Vnitřní hodnota akcie	312,17

Zdroj: Vlastní zpracování

Vnitřní hodnota činí 312,71 Kč. Ve srovnání s aktuálním kurzem akcie společnosti Telefónica Czech Republic, který byl k 4. 7. 2012 ve výši 385,50 Kč, se tato akcie jeví jako nadhodnocená.

4.1.3 Cash flow modely

Cash flow modely respektují časovou hodnotu peněz, přičemž se používají v případě, je-li záměrem analytika ohodnotit společnost a akcii z širšího hlediska, tj. přímo do hodnoty společnosti a akcie zahrnou více faktorů.

DCF-Equity

Pomocí modelu DCF-Equity, neboli diskontovaných peněžních toků je možné stanovit vnitřní hodnotu akcie z pohledu akcionáře, respektive majitele. Tento model je vybrán

z důvodu, že společnost Telefónica má minimální zadlužení a při výpočtu kalkuluje s využitím údajů o volných peněžních prostředcích, jež společnosti, respektive akcionářům, zůstanou z čistého zisku po úhradě úrokových nákladů, splátek úvěrů a investičních výdajů. Volné peněžní prostředky se na druhou stranu navyšují o hodnotu odpisů, které v podstatě představují další disponibilní volné peněžní prostředky, dále se navyšuje o hodnotu nově emitovaných dluhových instrumentů nebo o hodnotu nových úvěrů poskytnutých firmě. *FCFE* je vypočítáno podle vzorce 2.37. Náklady vlastního kapitálu jsou vypočítány pomocí stavebnicového modelu viz. příloha 10. Vnitřní hodnota je počítána na základě dvoufázové metody DCF-Equity, vzorec 2.39. Náklady vlastního kapitálu v první fázi jsou vypočítány ve výši 12,04, ve druhé fázi jsou navýšeny o 1 % z důvodu větší rizikovosti, neboť Telefónica využívá k financování hlavně své vlastní prostředky. Riziko vlastníka vkládajícího prostředky do podniku je vyšší než riziko věřitele, a proto jsou náklady na vlastní kapitál pro podnik vyšší než náklady na cizí kapitál. Volené finanční prostředky pro další období, tedy pro rok 2012 až 2015, vycházejí z výše vypočítané míry růstu cash flow, která je ve výši -6,41 %. První fáze bude trvat 3 roky, tj. od roku 2012 do roku 2014 a druhá fáze, která začíná rokem 2015, trvá do nekonečna, přičemž se ve druhé fázi počítá s nulovým růstem *FCFE*. Následující tabulka zachycuje propočet jednotlivých současných hodnot cash flow a výslednou vnitřní hodnotu akcie.

Tab. 4.21: Dvoufázová metoda DCF-Equity

	2012	2013	2014	2015 - ∞	Celkem
Míra poklesu Cash Flow	-6,41%				-
R_e v 1. fázi	12,04%				-
R_e ve 2. fázi	13,04%				-
FCFE	11 381	10 652	9 969	9 330	-
PV FCFE	10 158	8 486	7 088	50 874	76 606
PH	-	-	-	71 550	-
VH	-	-	-	-	127 480
Počet akcií	322 089 890				
Vnitřní hodnota akcie	395,79				

Zdroj: Vlastní zpracování

Vnitřní hodnota činí 395,79 Kč. Ve srovnání s aktuálním kurzem akcie společnosti Telefónica Czech Republic, který byl k 4. 7. 2012 ve výši 385,50 Kč, se tato akcie jeví jako podhodnocená.

4.1.4 Bilanční modely

Bilanční modely vycházejí při výpočtu vnitřní hodnoty akcie ze zveřejněných účetních výkazů akciové společnosti, z čehož plyne, že nerespektují časovou hodnotu peněz. Tyto modely se používají při stanovení vnitřní hodnoty akcie pouze jako doplňkové, neboť mají nejmenší vypovídací schopnost. Pro výpočet vnitřní hodnoty na základě bilančních modelů je použita účetní a substanční metoda.

Účetní hodnota

Účetní hodnota se vypočítá podle vzorce 2.40 jako rozdíl aktiv a cizích závazků, přičemž tento rozdíl se následně vydělí počtem kusů emitovaných akcií. Následující tabulka zachycuje výpočet vnitřní hodnoty akcie.

Tab. 4.22: Účetní hodnota

Aktiva	88 982 000 000
Cizí zdroje	15 187 000 000
Počet kusů akcií	322 089 890
Vnitřní hodnota	229,11

Zdroj: Vlastní zpracování

Vnitřní hodnota činí 229, 11 Kč. Ve srovnání s aktuálním kurzem akcie společnosti Telefónica Czech Republic, který byl k 4. 7. 2012 ve výši 385,5 Kč, se tato hodnota jeví jako nadhodnocená.

Substanční hodnota

Substanční metoda vychází z účetní hodnoty, avšak jednotlivé položky, které jsou v účetní hodnotě zahrnuty, přeceňuje aktuálními tržními cenami a přehodnocuje je z hlediska budoucího použití. Do výpočtu substanční hodnoty jsou zahrnuty pouze aktiva, jež budou tvořit výnosy v budoucnosti, přičemž se tyto aktiva následně vynásobí koeficienty, které závisí na důležitosti konkrétního aktiva. K výchozí upravené účetní hodnotě je třeba připočítat také hodnotu nehmotného majetku, jako např. goodwill. Substanční hodnota je vypočtena na základě vzorce 2.41.

V následující tabulce jsou uvedeny jednotlivé složky aktiv a jejich přecenění. Budovy jsou odepisovány max. 40 let, kabelová vedení a jiná související zařízení 10 – 25 let. U pozemků se předpokládá neomezená životnost, a proto nejsou odepisovány. Údaje o účetní hodnotě jsou k datu 31. 12. 2011 a vzhledem k dlouhé době odepisování by se přepočtená

hodnota neměla příliš lišit od účetní a proto je u pozemků, budov a zařízení stanoven koeficient 0,85. O něco menší koeficient je pak přiřazen zásobám, a to 0,7. Zásoby se vykazují v nižší ze dvou hodnot, a to buď v pořizovací ceně, nebo v čisté realizovatelné hodnotě. Pohledávky mohou být sníženy inflací, která však v posledních letech není příliš vysoká a ani se nepředpokládá její vysoký nárůst, a proto je zde přiřazen poměrně vysoký koeficient 0,8. Závazky a hotovost se hodnotí koeficientem 1.

Tab. 4.23: Přeceněná aktiva

Aktiva	Účetní hodnota	Koeficient	Součin
DHM	51 526 000 000	0,85	43 797 100 000
Zásoby	488 000 000	0,7	341 600 000
Pohledávky	8 641 000 000	0,8	6 912 800 000
Peníze	6 955 000 000	1	6 955 000 000
Cizí zdroje	-15 187 000 000	1	-15 187 000 000
Celkem	-	-	42 819 500 000

Zdroj: Vlastní zpracování

Na cenu mají vliv také další skutečnosti, jako je např. goodwill. Nejvyšší koeficient, a to ve výši 0,4, je přiřazen postavení na trhu, neboť Telefónica je jednou z největších společností na telekomunikačním trhu. S tímto souvisí také spokojenost zákazníků, která se odráží v jejich počtu. Společnost má na telekomunikačním trhu největší počet zákazníků, který stále roste. Proto je u spokojenosti zákazníků přiřazen koeficient 0,3. Stejný koeficient je také u managementu, který je vysoce kvalifikovaný a společnost vykazuje každý rok příznivé hospodářské výsledky. Důležitou složkou goodwillu je také tradice, která je díky předchůdci Telecomu, později Eurotelu dlouholetá, a proto je této položce přiřazen koeficient 0,2. Nejmenší koeficient ve výši 0,1 je pak u pracovního prostředí, neboť se nijak výrazně neodlišuje od konkurence.

Tab. 4.24: Goodwill

Goodwill	Koeficient
Postavení na trhu	0,4
Spokojenost zákazníků	0,3
Management	0,3
Tradice	0,2
Pracovní prostředí	0,1
CELKEM 1+	1,3

Zdroj: Vlastní zpracování

Vnitřní hodnota se následně spočítá jakou součin přeceněných aktiv a koeficientu goodwillu, přičemž výsledek tohoto součinu se opět vydělí počtem emitovaných akcií.

Tab. 4.25: Substanční hodnota

Přeceněná aktiva	42 819 500 000
Koeficient goodwillu	2,30
Počet emitovaných akcií	322 089 890
Vnitřní hodnota	305,77

Zdroj: Vlastní zpracování

Vnitřní hodnota akcie činí 305,77 Kč. Při srovnání a aktuálním kurzem k 4. 7. 2012, který je ve výši 385,50 Kč, můžeme konstatovat, že je akcie podle substanční metody nadhodnocená.

4.1.5 Historické modely

Historické modely pracují s průměrnými historickými veličinami, a to s průměrem akciového kurzu, tržeb, dividend, účetní hodnoty a cash flow, přičemž se poměruje vždy průměrný akciový kurz k průměrným hodnotám zbývajících veličin. Tyto poměry se následně násobí příslušnou očekávanou veličinou tržeb, dividend, účetní hodnoty a cash flow, přičemž výsledek tohoto součinu představuje vnitřní hodnotu akcie. Pro výpočet vnitřní hodnoty akcie pomocí historických modelů je použit model P/S, P/D, P/BV a P/CF. Pro výpočet vnitřní hodnoty je nutné stanovit průměrnou historickou výši kurzu akcie. Pro tyto modely je vypočítána historická výše kurzu za období 1. 7. 2011 - do 2. 7. 2012 na základě denních údajů. Pro ostatní historické průměrné hodnoty jsou použita data za rok 2006 až 2011 z výročních zpráv společnosti.

Model P/S

Model P/S poměruje historický tržní kurz akcie s průměrnou historickou výší tržeb na jednu akcii, tzn., že jak průměrné historické tržby, tak i očekávaná výše tržeb se musí vydělit počtem emitovaných akcií. Tento podíl se následně vynásobí očekávanou výší tržeb pro příští rok, přičemž očekávaný růst, respektive pokles tržeb byl zjištěn v podkapitole 4.1.1 a je ve výši -2,9 %. Výpočet vnitřní hodnoty akcie je proveden podle vzorce 2.42.

Tab. 4.26: P/S model

Průměrný historický kurz akcie (P)	391,84
Průměrné historické tržby vztažené na jednu akcii (S)	185,07
Očekávaná výše tržeb pro příští rok (S_1)	159,40
Vnitřní hodnota	337,49

Zdroj: Vlastní zpracování

Vnitřní hodnota dle P/S modelu činí 337,49 Kč. Při porovnání s aktuálním kurzem akcie, který činí k 4. 7. 2012, 385,50 Kč, se jeví tato akcie jako nadhodnocená.

Model P/D

Model P/D porovnává průměrný historický kurz tržní kurz akcie s průměrnou historickou výší dividend na jednu akcii. Tento podíl se následně vynásobí s očekávanou výší dividendy, která, jak již bylo výše zmíněno, bude ve výši 40 Kč na akcii. Výpočet vnitřní hodnoty akcie je proveden podle vzorce 2.43.

Tab. 4.27: P/D model

Průměrný historický kurz akcie (P)	391,84
Průměrná historická výše dividend (D)	45,00
Očekávaná výše dividend pro příští rok (D_1)	40,00
Vnitřní hodnota	348,30

Zdroj: Vlastní zpracování

Vnitřní hodnota dle P/D modelu činí 348,30 Kč. Při porovnání s aktuálním kurzem akcie k 4. 7. 2012, který činí 385,50 Kč, se jeví tato akcie jako nadhodnocená.

Model P/BV

Model P/BV porovnává průměrný historický tržní kurz akcie s průměrnou historickou výší účetní hodnoty na jednu akcii. Tento podíl se následně vynásobí očekávanou výší účetní hodnoty na jednu akcii v příštím roce, přičemž tato výše byla vypočítána pomocí rovnice regrese, viz. podkapitola 4.1.1. Výpočet vnitřní hodnoty akcie je proveden podle vzorce 2.44.

Tab. 4.28: P/BV model

Průměrný historický kurz akcie (P)	391,84
Průměrná historická účetní hodnota vztažená na jednu akcii (BV)	257,20
Očekávaná výše účetní hodnoty pro příští rok (BV_1)	218,41
Vnitřní hodnota	332,75

Zdroj: Vlastní zpracování

Vnitřní hodnota dle P/BV modelu činí 332,75 Kč. Při porovnání s aktuálním kurzem akcie k 4. 7. 2012, který činí 385,50 Kč, se jeví tato akcie jako nadhodnocená.

Model P/CF

Model P/CF je založena na poměru průměrného historického tržního kuru akcie a průměrné historické úrovně cash flow na jednu akcii. Tento podíl se následně vynásobí očekávanou výší cash flow na jednu akcii v příštím roce, přičemž míra růstu, respektive poklesu cash flow byla vypočítána v podkapitole 4.1.1 a činí -6,76 %. Výpočet vnitřní hodnoty akcie je proveden podle vzorce 2.45.

Tab. 4.39: P/CF model

Průměrný historický kurz akcie (P)	391,84
Průměrné historické cash flow vztažené na jednu akcii (CF)	67,22
Očekávaná výše cash flow pro příští rok (CF ₁)	59,66
Vnitřní hodnota (VH)	347,77

Zdroj: Vlastní zpracování

Vnitřní hodnota dle P/CF modelu činí 347,77 Kč. Při porovnání s aktuálním kurzem akcie k 4. 7. 2012, který je ve výši 385,50 Kč, se jeví tato akcie jako nadhodnocená.

4.2 SWOT analýza

SWOT analýza zachycuje vnější a vnitřní potenciál. Pomocí SWOT analýzy je možné zhodnotit silné a slabé stránky podniku. Dále pak příležitosti a hrozby, které jsou s daným projektem spojeny, nebo s typem podnikání. Pomocí této analýzy lze komplexně vyhodnotit fungování firmy, nalézt problémy nebo nové možnosti růstu. Vnější potenciál zachycuje příležitosti a ohrožení, zatímco vnitřní potenciál zachycuje silné a slabé stránky společnosti.

Tab. 4.30: SWOT analýza společnosti Telefónica Czech Republic, a.s.

Silné stránky	Slabé stránky
<ul style="list-style-type: none"> ➤ vedoucí postavení na trhu ➤ vlastnictví pevných telefonních linek ➤ největší počet zákazníků na telekomunikačním trhu ➤ největší pokrytí 3G signálem ➤ nejširší portfolio telekomunikačních služeb mezi operátory ➤ dobré povědomí u spotřebitelů ➤ dobrá image, dobré jméno ➤ rychlá reakce na změny na trhu, reakce na inovace konkurentů ➤ dobrá a kvalitní technologie ➤ kvalitní a výkonný management 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ spotřebitelé jsou orientováni hlavně na cenu a na základě ní se rozhodují ➤ ceny fixních služeb jsou závislé na regulaci ze strany ČTÚ ➤ negativní pohled některých zákazníků z důvodu přetrvávajícího vnímání firmy jako monopolu ➤ nízká úroveň zákaznické spokojenosti
Příležitosti	Hrozby
<ul style="list-style-type: none"> ➤ využití nových technologií ➤ růst oblíbenosti internetu v mobilním telefonu ➤ spolupráce s dceřinou společností na Slovensku ➤ inovace poskytovaných služeb ➤ prudký rozvoj internetových sociálních sítí (Facebook, Twitter, atd.) ➤ rozvoj elektronického obchodování ➤ růstový potenciál v podobě ADSL připojení k internetu v ČR 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ regulace cen roamingu a další nečekané zásahy ze strany regulátora ➤ pokles cen odchozích a příchozích hovorů ➤ ztráta zákazníků ve prospěch konkurentů ➤ rostoucí konkurence ➤ růst uživatelů internetového telefonování (Skype, Facebook, atd.) ➤ klesající počet telefonních přípojek ➤ rozšiřování pokrytí území 3G signálem konkurentů ➤ negativní vývoj národní či celosvětové ekonomiky

Zdroj: Vlastní zpracování

4.3 Shrnutí dosažených výsledků a investiční doporučení

Z globální analýzy vyplývá, že situace pro akciové kurzy je díky nízkým úrokovým sazbám, které v posledních letech klesaly, příznivá. I v dalších letech se očekává, že se úrokové sazby budou držet na nízké úrovni, což je pro vývoj akciových kurzů dobrá zpráva. Také HDP opět zaznamenal růst po finanční krizi, což je pro českou ekonomiku příznivá situace. Nárůst zaznamenala i nabídka peněz v ekonomice, která má na akciové trhy pozitivní vliv, přičemž růst nabídky peněz má přímý vliv na růst akciových kurzů díky efektu likvidity.

Z odvětvové analýzy, jež se zaměřila na identifikaci charakteristických znaků a specifik telekomunikačního odvětví vyplývá, že telekomunikační trh v české republice je již vysoce penetrován, a proto je jen málo prostoru na získání nových zákazníků. V minulém období došlo k poklesu tohoto odvětví, neboť na telekomunikačním trhu je velký tlak na ceny díky regulaci tohoto sektoru jak ze strany Českého telekomunikačního úřadu, tak ze strany Evropské unie. Navíc v minulém roce došlo také ke zvýšení konkurence, díky vstupu dvou nových virtuálních operátorů, a to operátoru OpenCall a Mujoperator, což bude mít na ceny negativní vliv. Na konci roku 2011 ČTÚ oznámil, že je pravděpodobná další regulace v podobě vstupu nového operátora, což může mít za následek snížení prodejní ceny a marže nejen Telefóniky Czech Republic, ale také jeho hlavních konkurentů, kterými jsou T-Mobile Czech Republic a Vodafone Czech Republic. Co se týče tržního podílu společnosti, ten v posledních letech, zejména ve prospěch Vodafonu Czech Republic, klesá. V roce 2005 byla Telefónica hlavním poskytovatelem jak v oblasti mobilních, tak fixních telekomunikačních linek. V oblasti mobilních služeb ji však v dalších letech předběhla společnost T-Mobile Czech Republic, a proto je společnost Telefónica v této oblasti v současnosti dvojkou. Celkově, spolu s poskytováním fixních telekomunikačních linek, je však Telefónica jedničkou na trhu. Mateřskou společností této firmy je španělská Telefónica S.A. jejíž vývoj díky propadu španělských trhů není příznivý. Díky tomu došlo ke snížení ratingu této společnosti. Ratingová agentura Standard & Poor's zhoršila mateřské Telefónice, S.A. hodnocení dlouhodobých závazků na „BBB“ z dosavadního „BBB+“. Podle pravidel nemůže mít dceřiná společnost lepší hodnocení než mateřská, a proto došlo také u české Telefóniky ke shodnému snížení ratingu na „BBB“. Co se týče krátkodobého ratingu „A-2“, což znamená, že se jedná o uspokojivou schopnost plnit své finanční závazky, ten zůstal nezměněn a je potvrzen u všech společností skupiny, tedy i Telefóniky Czech republic.

Z firemní a finanční analýzy společnosti vyplývá, že finanční situace, i přes nepříznivý vývoj celého telekomunikačního trhu je dobrá. Společnost Telefónica je jednou

z předních poskytovatelů plně konvergentních služeb na světě. Nabízí nejucelenější nabídku hlasových a datových služeb v České republice, přičemž mimořádnou pozornost věnuje využití růstového potenciálu především v datové a internetové oblasti. Tato společnost patří k nejvýznamnějším firmám obchodovaným na českém kapitálovém trhu. Celkový objem obchodů s akcemi společnosti dosáhl v minulém roce 34,0 mld. Kč a obchodování s akcemi společnosti představovalo 9,2 % všech obchodů na akciovém trhu BCPP. Hlavní oblastí, které v budoucnu přinesou lepší zisky, jsou služby vysokorychlostního internetu, neboť Telefónica se chystá zahájit provoz mobilní sítě čtvrté generace, která umožní mnohem efektivnější výstavbu infrastruktury.

Po propočtu jednotlivých modelů na vnitřní hodnotu, mezi které patří, ziskové modely, účetní modely, cash flow modely a historické modely, je sestavena závěrečná tabulka, která představuje konečnou vnitřní hodnotu akcie společnosti Telefónica Czech Republic, a.s. Výsledným vnitřním hodnotám jsou přiřazeny dle důležitosti a vypovídací schopnosti modelu váhy, které se následně vynásobily jednotlivými vnitřními hodnotami, čímž byla stanovena výsledná vnitřní hodnota akcie. Tato hodnota akcie byla následně porovnána s aktuálním tržním kurzem.

Nejvyšší váhu 0,4 má dvoufázová DCF-Equity metoda, neboť je nejvíce propracovaná a je založena na principu současné hodnoty budoucích volných cash flow, a proto je pro stanovení vnitřní hodnoty často používána. Ziskové modely mají váhu nižší než dvoufázová metoda, neboť jsou postaveny na stejném principu, tedy že respektují časovou hodnotu peněz. Celková váha dána těmito modelům je ve výši 0,3, což znamená, že jednotlivé ziskové modely získaly váhu 0,1. Historickým metodám byla celkově přiřazena váha 0,2 a bilančním metodám 0,1, což znamená, že na každý model připadá váha 0,05. Takto nízko stanovená váha byla zvolena proto, že historické a bilanční metody jsou považovány za doplňkové, neboť nerespektují časovou hodnotu peněz a vycházejí z historických údajů. Vnitřní hodnota se může v závislosti na zvolené metodě lišit, a proto je lepší použít více metod. Následující tabulka zachycuje propočet výsledné vnitřní hodnoty akcie.

Tab. 4.31: Výsledná vnitřní hodnota akcie

Použitá metoda	VH	Váhy	Součin
Dvoufázová DCF-Equity metoda	395,79	0,40	158,32
Zisková metoda - P/E ratio	312,17	0,10	31,22
Zisková metoda - P/BV ratio	345,35	0,10	34,53
Zisková metoda - P/S ratio	312,17	0,10	31,22
Historická metoda - P/S model	337,49	0,05	16,87
Historická metoda - P/D model	348,30	0,05	17,42
Historická metoda - P/BV model	332,75	0,05	16,64
Historická metoda - P/CF model	347,77	0,05	17,39
Bilanční metoda - účetní hodnota	229,11	0,05	11,46
Bilanční metoda - substanční hodnota	305,77	0,05	15,29
Vnitřní hodnota společnosti Telefónica Czech Republic		1,00	350,34

Zdroj: Vlastní zpracování

Výsledná vnitřní hodnota akcie činí 350,34 Kč. Ve srovnání s aktuálním kurzem akcie k 4. 7. 2012, který je ve výši 385,50 Kč, můžeme konstatovat, že akcie společnosti Telefónica Czech Republic, a.s. je nadhodnocená. Podstatnou slabinou tohoto odhadu, která může snížit věrohodnost fundamentální analýze je, že se při stanovení jednotlivých vnitřních hodnot vycházelo z řady prognóz, které jsou založeny nejen na historických a podložených údajích, ale také na subjektivním hodnocení.

Dle výše uvedených skutečností, které působí na cenu akcie je vydáno investiční doporučení akcií společnosti Telefónica Czech Republic, a.s. držet, přičemž toto doporučení vychází ze všech částí fundamentální analýzy. Investiční doporučení je rovněž podporováno skutečností, že akcie mají velice atraktivní dividendový výnos, přičemž současnou výši dividendy 40 Kč na akcii je společnost schopna držet i po několik dalších let, neboť má k dispozici základní kapitál a emisní azio v celkové výši 163 Kč na akcii, což lze použít na výplatu dividend. Navíc byl v květnu tohoto roku zahájen zpětný odkup akcií, od kterého se očekává, že alespoň v krátkodobém horizontu výrazně zvýší poptávku po akciích společnosti.

5 Závěr

Již po několik staletí lákají pohyby akciových instrumentů pozornost investorů a analytiků, neboť akciové trhy mají důležitou roli v tržním prostředí. Systém finančních trhů umožňuje přemísťovat peněžní prostředky od přebytkových jednotek k deficitním, a to cestou obchodováním s finančními instrumenty, jako jsou např. akcie. Hlavním důvodem nákupu akcií je dosažení kapitálového zisku, přičemž analytici nebo investoři se tohoto cíle snaží dosáhnout hledáním podhodnocených akcií na akciovém trhu. Postupem času bylo vyvinuto široké spektrum metod a přístupů pro analýzu investičních instrumentů, mezi které patří fundamentální analýza, jež slouží nejen k hodnocení současného stavu společnosti, ale i k hodnocení budoucího vývoje.

Cílem diplomové práce byl výpočet vnitřní hodnoty akcie společnosti Telefónica Czech Republic, a.s. na základě vybraných metod a postupů fundamentální analýzy.

Diplomová práce je rozdělena do pěti kapitol, přičemž první je úvod a poslední závěr. Ve druhé kapitole byla objasněna samotná problematika fundamentální analýzy, respektive její postup a charakteristika jednotlivých částí fundamentální analýzy, kterými je globální analýza, odvětvová analýza, firemní analýza a problematika stanovení vnitřní hodnoty akcie.

Ve třetí kapitole této diplomové práce byla aplikována fundamentální analýza na společnost Telefónica Czech Republic, a.s. a to ze shora, tzn., že nejdříve byla provedena globální analýza, dále pak odvětvová a firemní analýza. Globální analýza se zabývala vývojem ekonomiky jako celku, přičemž se zaměřila na vývoj inflace, hrubého domácího produktu, dále pak na vývoj úrokových sazeb a peněžní zásoby.

V další části třetí kapitoly byla sestavena odvětvová analýza, jež se zaměřila na identifikaci charakteristických znaků a specifík telekomunikačního odvětví a firemní analýza, která se zabývala samotnou charakteristikou společnosti Telefónica Czech Republic a jejím vývojem z hlediska celkové finanční situace a dosahovaných finančních výsledků. V rámci finanční analýzy byly zkoumány jak položky jednotlivých účetních výkazů, tak poměrové ukazatele, jako je rentabilita, likvidita, zadluženost, aktivita nebo ukazatele kapitálového trhu. Z finanční analýzy společnosti vyplývá, že finanční situace, i přes nepříznivý vývoj celého telekomunikačního trhu je dobrá.

Čtvrtá kapitola se zaměřila na stanovení vnitřní hodnoty akcie zvolené společnosti, a to na základě vybraných metod, mezi které patří ziskové modely, účetní modely, cash flow modely a historické modely. Výsledným vnitřním hodnotám byly přiřazeny dle důležitosti a vypovídací schopnosti modelu váhy, které se následně vynásobily jednotlivými vnitřními

hodnotami, čímž byla stanovena výsledná vnitřní hodnota akcie. Výsledná hodnota akcie byla následně porovnána s aktuálním tržním kurzem. Na základě výsledků jednotlivých metod lze konstatovat, že akcie společnosti Telefónica Czech Republic, a.s. je nadhodnocená. Dle výsledků jednotlivých částí fundamentální analýzy a výše uvedených skutečností, které působí na cenu akcie, se doporučuje akci držet.

Seznam použité literatury

a) Odborná kniha

- [1] BODIE, Zvi, KANE, Alex a MARCUS Alan J. *Investments*. 9th ed. Boston: McGraw Hill, 2011. 1056 s. ISBN 978-0073530703.
- [2] DLUHOŠOVÁ, Dana. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. 2. vyd. Praha: Ekopress, s.r.o., 2008, 192 s. ISBN 978-80-86929-44-6.
- [3] JÍLEK, Josef. *Akciové trhy a investování*. 1. vyd. Praha: GRADA Publishing, 2009. 656 s. ISBN 978-80-247-2963-3.
- [4] JÍLEK, Josef. *Finanční trhy a investování*. 1. vyd. Praha: GRAD Publishing, 2009. 648 s. ISBN 978-80-247-1653-4.
- [5] MAŘÍK, Miloš a kol. *Metody oceňování podniku*. 3. upravené a rozšířené vyd. Praha: Ekopress, s.r.o., 2011. 494 s. ISBN 978-80-86929-67-5.
- [6] MUSÍLEK, Petr. *Trhy cenných papírů*. 2. aktualizované a rozšířené vyd. Praha: Ekopress, s.r.o., 2011. 520 s. ISBN 978-80-86929-70-5.
- [7] REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. 2. rozšířené vyd. Ostrava: Key Publishing, s.r.o., 2010. 659 s. ISBN 978-80-7418-080-4.
- [8] SEDLÁČEK, Jaroslav. *Finanční analýza podniku*. 2. aktualizované vyd. Brno: Computer Press, a.s., 2011. 152 s. ISBN 978-80-251-3386-6.
- [9] VESELÁ, Jitka. *Analýzy trhu cenných papírů*. Praha: Oeconomia, 2003. 361 s. ISBN 80-245-0506-1.
- [10] VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. 2. aktualizované vyd. Praha: Wolters Kluwer Česká republika, a.s., 2011. 789 s. ISBN 978-80-7357-647-9.

b) Elektronické dokumenty a ostatní

- [11] BURZA CENNÝCH PAPÍRŮ [online]. Burza cenných papírů Praha [18. 4. 2012].
Dostupné z: <http://www.bcpp.cz/>
- [12] ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA [online]. ČNB [19. 6. 2012]. Dostupné z:
<http://www.cnb.cz/cs/index.html>
- [13] ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *Výroční zprávy* [online]. ČNB [19. 6. 2012]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/o_cnb/hospodareni/vyrocní_zpravy/index.html
- [14] ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *Prognóza* [online]. ČNB [20. 6. 2012]. Dostupné z:
http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/prognoza/
- [15] ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD [online]. Český statistický úřad [4 .4. 2012].
Dostupné z: <http://www.czso.cz/>
- [16] ČESKÝ TELEKOMUNIKAČNÍ ÚŘAD [online]. Český telekomunikační úřad [12 .5. 2012]. Dostupné z: <http://www.ctu.cz/>
- [17] FITCH *Rating* [online]. FitchRatings [17 .6. 2012]. Dostupné z:
<http://www.fitchratings.com/web/en/dynamic/fitch-home.jsp>
- [18] KOMERČNÍ BANKA. *Finanční trhy* [online]. Komerční banka [17 .6. 2012].
Dostupné z: <http://trading.kb.cz/ibweb/homePage.do>
- [19] KURZYCZ [online]. Kurzy.cz [15 .6. 2012]. Dostupné z: <http://www.kurzy.cz/>
- [20] MINISTERSTVO FINANCÍ [online]. MFCR [15 .6. 2012]. Dostupné z:
<http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/>
- [21] MINISTERSTVO FINANCÍ. *Zprávy o vývoji finančního trhu* [online]. MFCR [15 .6. 2012]. Dostupné z: http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/financi_trh_3782.html
- [22] MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU. *Analýzy vývoje ekonomiky ČR a odvětví* [online]. MFCR [20 .6. 2012]. Dostupné z: <http://www.mpo.cz/cz/ministr-a-ministerstvo/analyticke-materialy/#category236>

- [23] MOODY'S *Rating* [online]. Moody's [17 .6. 2012]. Dostupné z:
<http://www.moodys.com/>
- [24] OBCHODNÍ REJSTŘÍK. *Výpis* [online]. Obchodní rejstřík [29 .3. 2012]. Dostupné z:
[https://or.justice.cz/ias/ui/rejstrik\\$firma.vysledky?nazev=Telef%C3%B3nica+CzechR
epublic&polozek=50](https://or.justice.cz/ias/ui/rejstrik$firma.vysledky?nazev=Telef%C3%B3nica+CzechRepublic&polozek=50)
- [25] RM SYSTÉM [online]. RM systém [12 .5. 2012].
Dostupné z: <http://www.rmsystem.cz/>
- [26] STANDARD&POOR'S. *Rating* [online]. Standard&Poor's [17 .6. 2012]. Dostupné z:
<http://www.standardandpoors.com/home/en/eu/>
- [27] TELEFÓNICA [online]. Telefónica [17 .5. 2012]. Dostupné z:
[/http://www.telefonica.cz/](http://www.telefonica.cz/)
- [28] TELEFÓNICA. *Výroční zprávy* [online]. Telefónica [17 .5. 2012]. Dostupné z:
<http://www.telefonica.cz/vyrocni-a-pololetni-zpravy/>
- [29] TELEFÓNICA. *Dividendy* [online]. Telefónica [11 .6. 2012]. Dostupné z:
<http://www.telefonica.cz/dividendy/>
- [30] TELEFÓNICA. *Akcie* [online]. Telefónica [11 .6. 2012]. Dostupné z:
<http://www.telefonica.cz/akcie/>
- [31] TELEFÓNICA. *Finanční a provozní výsledky* [online]. Telefónica [11 .4. 2012].
Dostupné z: <http://www.telefonica.cz/financni-a-provozni-vysledky/>
- [32] TELEFÓNICA. *Valná hromada* [online]. Telefónica [11 .4. 2012]. Dostupné z:
<http://www.telefonica.cz/valne-hromady/>

Seznam zkratek

A	aktiva
a.s.	akciová společnost
aj.	a jiné
apod.	a podobně
atd.	a tak dále
BCPP	Burza cenných papírů Praha
CB	centrální banka
CDMA	Code division multiple access (kódový multiplex)
ČR	Česká republika
D	dividenda
DSL	Digital subscriber line (vysokorychlostní přenos dat)
E	očekávaný zisk
EAT	čistý zisk po zdanění
EBIT	zisk před zdaněním a úroky
ECB	Evropská Centrální Banka
EPS	zisk na akcii (earnings per share)
EUR	euro
g	tempo růstu dividend
GDR	globální depozitní certifikáty
HDP	hrubý domácí produkt
ICT	Informační a komunikační technologie
IČ	identifikační číslo
Kč	koruny české
mil.	miliony
mld.	miliard
např.	například
OA	oběžná aktiva
P	cena akcie
P/E	price earnings ratio
p.b.	procentní bod
pozn.	Poznámka

PP	peněžní prostředky
r	požadovaná (očekávaná) výnosová míra
r_e	náklady na vlastní kapitál
R_F	bezriziková sazba
R_M	průměrný historický výnos trhu
ROA	rentabilita aktiv
ROCE	rentabilita dlouhodobých zdrojů
ROE	rentabilita vlastního kapitálu
ROS	rentabilita tržeb
tis.	tisíce
tj.	to je
tzn.	to znamená
tzv.	tak zvaně
UMTS	Universal Mobile Telecommunications Systém
VH	vnitřní hodnota
VK	vlastní kapitál
WACC	průměrné vážené náklady kapitálu (Weighted Average Cost of Capital)

Prohlášení o využití výsledků diplomové práce

Prohlašuji, že

- jsem byla seznámena s tím, že na mou diplomovou (bakalářskou) práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. – autorský zákon, zejména § 35 – užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 – školní dílo;
- beru na vědomí, že Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠB-TUO) má právo nevýdělečně, ke své vnitřní potřebě, diplomovou (bakalářskou) práci užít (§ 35 odst. 3);
- souhlasím s tím, že diplomová (bakalářská) práce bude v elektronické podobě archivována v Ústřední knihovně VŠB-TUO a jeden výtisk bude uložen u vedoucího diplomové (bakalářské) práce. Souhlasím s tím, že bibliografické údaje o diplomové (bakalářské) práci budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO;
- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- bylo sjednáno, že užít své dílo, diplomovou (bakalářskou) práci, nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB-TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše).

V Ostravě dne

.....
jméno a příjmení studenta

Seznam příloh

- Příloha 1: Rozvaha strany aktiv společnosti Telefónica Czech Republic, a.s. (v mil. Kč)
- Příloha 2: Rozvaha strany pasiv společnosti Telefónica Czech Republic, a.s. (v mil. Kč)
- Příloha 3: Výkaz zisků a ztrát společnosti Telefónica Czech Republic, a.s. (v mil. Kč)
- Příloha 4: Výkaz Cash Flow společnosti Telefónica Czech Republic, a.s. (v mil. Kč)
- Příloha 5: Výsledek regresní analýzy účetní hodnoty
- Příloha 6: Výsledek regresní analýzy pro stanovení míry růstu zisku
- Příloha 7: Výsledek regresní analýzy pro stanovení míry růstu cash flow
- Příloha 8: Bezriziková sazba a vývoj trhu
- Příloha 9: Beta koeficient
- Příloha 10: Stanovení nákladů na vlastní kapitál

Příloha 1: Rozvaha strany aktiv společnosti Telefónica Czech Republic, a.s. (v mil. Kč)

	AKTIVA	2006	2007	2008	2009	2010	2011
	AKTIVA CELKEM	117 665	113 552	103 623	92 768	92 792	88 982
A.	Pohledávky za upsaný vlastní kapitál	0	0	0	0	0	0
B.	Stálá aktiva	101 001	94 519	86 262	80 411	78 292	72 355
B. I.	Dlouhodobý nehmotný majetek	21 628	21 805	22 348	22 477	21 437	20 658
1.	Zřizovací výdaje	0	0	0	0	0	0
2.	Licence	5 210	4 816	4 425	4 029	3 628	3 236
3.	Software	3 098	3 669	4 475	5 000	4 361	3 969
4.	Goodwill	13 320	13 320	13 448	13 448	13 448	13 453
5.	Jiný dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0	0
6.	Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0	0
7.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0	0
B. II.	Dlouhodobý hmotný majetek	78 958	72 137	63 525	57 640	56 663	51 526
1.	Pozemky a budovy	14 219	14 080	10 764	11 424	11 522	10 976
2.	Vedení, kabely a související venkovní zařízení	43 395	39 710	36 227	33 144	33 256	29 647
3.	Telefonní ústředny a ostatní zařízení	17 292	13 207	11 187	8 029	7 617	9 427
4.	Dlouhodobá aktiva určená k prodeji	203	328	96	95	12	1
5.	Pořízení investic včetně záloh	2 035	2 809	3 360	3 220	2 842	0
6.	Ostatní dlouhodobý hmotný majetek	1 814	2 003	1 891	1 728	1 414	1 475
7.	Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	0	0	0	0	0	0
8.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	0	0	0	0	0	0
9.	Opravná položka k nabytému majetku	0	0	0	0	0	0
B. III.	Dlouhodobý finanční majetek	415	577	389	294	192	171
1.	Realizované cenné papíry	0	0	0	0	0	0
2.	Cenné papíry držené do splatnosti	27	0	0	0	0	0
3.	Ostatní dlouhodobá finanční aktiva	377	566	378	285	170	149
4.	Investice v dceřiných a přidružených společnostech	11	11	11	9	22	22
5.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0	0
C.	Oběžná aktiva	15 983	18 317	16 602	11 558	13 679	16 084
C. I.	Zásoby	987	853	779	618	606	488
1.	Materiál	81	66	114	159	235	134
2.	Kabely	28	47	47	31	20	0
3.	Hotové výrobky a nedokončená výroba	236	4	11	24	14	0
4.	Ostatní zásoby včetně zboží	642	736	607	404	337	354
5.	Poskytnuté zálohy na zásoby	0	0	0	0	0	0
C. II.	Pohledávky	7 469	7 844	8 693	9 671	8 272	8 641
1.	Pohledávky za tuzemskými zákazníky	5 853	6 895	6 901	7 196	6 528	6 912
2.	Pohledávky v cizích měnách	710	572	893	1 268	1 005	350
3.	Ostatní pohledávky	880	373	650	402	272	468
4.	Deriváty	0	4	23	108	9	0
5.	Odložená daňová pohledávka	26	0	0	0	5	746
6.	Splatná daňová pohledávka	0	0	226	697	453	165
C. III.	Finanční majetek	7 527	9 620	7 130	1 269	4 801	6 955
1.	Peněžní zůstatky	334	4 130	330	169	220	192
2.	Cash-pooling mezi spřízněnými osobami	3 605	5 107	6 344	1 100	4 578	6 763
3.	Krátkodobá bankovní depozita a peněžní ekvivalenty	3 512	321	442	0	0	0
4.	Realizované cenné papíry	56	0	0	0	0	0
5.	Cenné papíry držené do splatnosti	0	27	0	0	0	0
6.	Ostatní finanční aktiva - krátkodobá	10	17	14	0	3	0
7.	Ostatní peněžní ekvivalenty	10	18	0	0	0	0
8.	Nedokončený krátkodobý finanční majetek	0	0	0	0	0	0
D.	Ostatní aktiva - přechodné účty aktiv	681	716	759	799	821	543
D. I.	Náklady a příjmy příštích období	681	716	759	799	821	543
D. II.	Dohadné účty aktivní	0	0	0	0	0	0

Příloha 2: Rozvaha strany pasiv společnosti Telefónica Czech Republic, a.s. (v mil. Kč)

	PASIVA	2006	2007	2008	2009	2010	2011
	PASIVA CELKEM	117 665	113 502	103 623	92 768	92 792	88 982
A.	Vlastní kapitál	88 481	82 792	78 168	73 879	73 176	72 392
A.I.	Základní kapitál	32 209	32 209	32 209	32 209	32 209	32 209
1.	Základní kapitál	32 209	32 209	32 209	32 209	32 209	32 209
2.	Vlastní akcie a vlastní obchodní podíly	0	0	0	0	0	0
3.	Změny základního kapitálu	0	0	0	0	0	0
A.II.	Kapitálové fondy	30 816	30 816	24 374	24 374	24 374	24 374
1.	Emisní ážio	30 816	30 816	24 374	24 374	24 374	24 374
2.	Ostatní kapitálové fondy	0	0	0	0	0	0
3.	Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků	0	0	0	0	0	0
4.	Oceňovací rozdíly z přecenění při přeměnách	0	0	0	0	0	0
A.III.	Fondy ze zisku	6 261	6 443	6 442	6 442	6 442	6 503
1.	Zákonný rezervní fond	6 261	6 443	6 442	6 442	6 442	6 503
2.	Nedělitelný fond	0	0	0	0	0	0
3.	Statutární a ostatní fondy	0	0	0	0	0	0
A.IV.	Výsledek hospodaření minulých let	19 195	13 324	15 143	10 854	10 151	9 306
1.	Nerozdělený zisk minulých let	19 195	13 324	15 143	10 854	10 151	9 306
2.	Neuhrazená ztráta minulých let	0	0	0	0	0	0
A.V.	Výsledek hospodaření běžného účetního období	8 020	10 386	11 628	11 666	12 280	8 684
B.	Cizí zdroje	24 686	26 277	19 669	12 586	13 928	15 187
B.I.	Rezervy	2 872	3 051	1 088	312	223	93
1.	Rezerva na soudní a správní rozhodnutí	1 973	2 110	395	37	129	24
2.	Rezerva na odstupné	19	3	13	11	4	0
3.	Rezerva na bonusy zaměstnancům	255	303	142	106	47	0
4.	Rezerva na odměny vázané na akcie	0	0	0	0	0	0
5.	Rezerva na zákaznické požitky	564	627	252	0	0	0
6.	Rezerva vztahující se k prodeji nemovitostí	0	0	260	139	32	0
7.	Ostatní rezervy	61	8	26	19	11	69
B.II.	Dlouhodobé závazky	11 269	9 803	3 481	3 354	3 961	3 844
1.	Závazky k podnikům s rozhodujícím vlivem	0	0	0	0	0	0
2.	Závazky k podnikům s podstatným vlivem	0	0	0	0	0	0
3.	Dlouhodobé přijaté zálohy	0	0	0	0	0	0
4.	Emitované dluhopisy	5 993	5 998	5	0	0	0
5.	Dlouhodobé směnky k úhradě	0	0	0	0	0	0
6.	Jiné dlouhodobé závazky	807	452	176	21	25	108
7.	Odložený daňový závazek (pohledávka)	4 469	3 353	3 300	3 333	3 936	3 736
B.III.	Krátkodobé závazky	7 175	10 152	11 909	5 789	6 720	8 189
1.	Závazky z obchodního styku	5 173	6 449	6 776	3 912	5 090	6 032
2.	Závazky ke společníkům a sdružení	0	794	3 249	0	0	560
3.	Závazky k zaměstnancům	559	703	794	784	748	541
4.	Ostatní daně a sociální pojištění	196	518	196	198	185	180
5.	DPH	445	162	479	598	418	501
6.	Závazky k podnikům s rozhodujícím vlivem	0	0	0	0	0	0
7.	Závazky k podnikům s podstatným vlivem	0	0	0	0	0	0
8.	Ostatní věřitelé	72	656	406	297	279	370
9.	Splatná daň	730	870	9	0	0	5
B.IV.	Bankovní úvěry a výpomoci	3 370	3 271	3 191	3 131	3 024	3 061
1.	Úvěry a kontokorenty v Kč	0	0	0	0	0	0
2.	Úvěry a kontokorenty v cizích měnách	3 163	3 062	3 098	3 044	2 883	2969
3.	Ostatní finanční závazky	207	209	93	87	141	92
C.	Ostatní pasíva - přechodné účty pasív	4 498	4 433	5 786	6 303	5 688	4 698
C.I.	Časové rozlišení	2 026	1 254	1 054	1 032	1 212	396
1.	Výdaje příštích období	0	0	0	0	0	0
2.	Výnosy příštích období	2 026	1 254	1 054	1 032	1 212	396
C.II.	Dohadné účty pasivní	2 472	3 179	4 732	5 271	4 476	4 302

Příloha 3: Výkaz zisků a ztrát společnosti Telefónica Czech Republic, a.s. (v mil. Kč)

TEXT	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Výkony	61 268	63 196	64 709	59 889	55 712	52 875
Hovorné	23 462	23 147	15 301	13 162	11 875	10 453
Výnosy z propojení	9 444	10 625	10 428	9 973	8 936	7 744
Měsíční a jednorázové poplatky za hlasové služby	9 841	8 849	16 412	15 370	13 564	12 900
Poplatky za zřizování	669	783	295	147	5	0
SMS a MMS a služby s přidanou hodnotou	4 813	4 998	5 080	4 898	4 765	4 806
Pronajaté okruhy	2 330	2 051	1 988	1 843	1 687	1 733
Datové služby	1 839	1 910	1 878	1 666	1 445	1 103
Internet	5 051	5 828	6 463	7 406	8 342	8 641
IT a obchodní řešení	751	1 950	2 308	2 760	2 555	2 356
Příslušenství a aktivizační poplatky	2 172	2 058	2 045	1 545	1 473	1 667
Ostatní telekomunikační výnosy	457	437	2 253	981	915	985
Ostatní výnosy	439	560	258	138	150	487
Aktivace celkem	911	553	484	787	637	671
Výkonová spotřeba	26 405	28 264	29 937	26 407	30 168	25 635
Náklady za propojení a roamingu	10 010	11 012	11 989	11 381	10 205	9 230
Náklady na prodané zboží	3 065	3 499	3 258	2 308	1 920	2 170
Náklady na služby obsahu	118	160	220	266	326	365
Věrnostní program pro zákazníky	399	446	363	77	0	300
Subdodávky	500	1 217	1 213	1 298	849	1 023
Provize	893	1 203	1 213	1 212	1 332	1 741
Ostatní náklady na prodej	268	261	1 227	672	472	735
Telekomunikační služby	1 210	645	0	232	199	0
Náklady na vymáhání a inkaso pohledávek	444	386	399	422	393	831
Marketing	2 175	2 237	1 927	1 576	1 287	1 053
Call centra	109	245	305	426	517	589
Opravy a udržování sítí a výpočetní techniky	2 701	2 603	2 529	2 414	2 508	2 658
Pronájem a náklady na provoz	1 657	1 897	2 168	2 190	2 228	2 131
Dodávky energií	746	807	1 081	1 087	1 072	1 226
Poradenství a profesionální poplatky	483	338	270	184	162	0
Ostatní externí služby	959	1 043	1 245	174	1 733	1 080
Ostatní provozní náklady	282	45	86	33	38	524
Snížení hodnoty pohledávek a zásob	639	225	530	478	602	0
Snížení hodnoty aktiv	-253	-5	-86	-23	4 325	-21
Osobní náklady	7 051	7 109	7 106	7 122	7 071	6 179
Mzdové náklady	4 766	4 891	5 163	5 057	4 770	4 285
Odchodné	247	209	160	161	458	174
Příspěvky na sociální a zdravotní zabezpečení	1 649	1 678	1 626	1 642	1 595	1 434
Náklady na sociální výhody pracovníků	389	331	157	262	248	286
Daně a poplatky	409	375	423	447	472	0
Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	16 746	14 435	12 932	12 001	11 856	11 651
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	98	42	855	422	92	0
Provozní výsledek hospodaření	11 160	13 598	15 380	15 075	15 524	10 139
Zisk z reálné hodnoty derivátů k zajištění	0	0	65	71	0	185
Ztráta z reálné hodnoty derivátů k zajištění	29	26	0	0	175	0
Výnosové úroky	149	403	449	167	80	117
Nákladové úroky	430	446	406	263	240	224
Ostatní finanční výnosy	692	749	1 333	1 067	287	325
Ostatní finanční náklady	602	768	1 473	1 240	158	534
Finanční výsledek hospodaření	-220	-88	-32	-198	-206	-131
Daň z příjmů za běžnou činnost	2 920	3 124	3 720	3 211	3 038	1 324
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	8 020	10 386	11 628	11 666	12 280	8 684
Mimořádné výnosy	0	0	0	0	0	0
Mimořádné náklady	0	0	0	0	0	0
Daň z příjmů z mimořádné činnosti	0	0	0	0	0	0
Mimořádný výsledek hospodaření	0	0	0	0	0	0

Příloha 4: Výkaz Cash Flow společnosti Telefónica Czech Republic, a.s. (v mil. Kč)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Peněžní toky z provozní činnosti						
Zisk po zdanění	8 020	10 386	11 628	11 666	12 280	8 684
Úpravy o:						
Daň	2 920	3 124	3 720	3 211	3 038	
Odpisy budov a zařízení	14 038	12 563	10 994	9 977	9 551	
Odpisy nehmotných aktiv	2 708	1 872	1 938	2 024	2 305	
Snížení hodnoty aktiv	253	5	86	23	-4 325	
Likvidace nepoužitelného majetku	49	36	114	3		
Zisk z prodeje pozemků, budov a zařízení	-96	-51	-840	-476		
Čisté úroky a další náklady	243	42	-45	96		
Kuzrové zisky	-203	-136	-239	-95		
Změna reálné hodnoty	29	0	-15	-89		
Zvýšení rezerv	-11	-641	-828	-1 871		
Peněžní toky z běžné činnosti před změnou provozního kapitálu	27 950	27 200	26 513	24 469	22 849	8 684
Změna provozního kapitálu:						
Snížení/zvýšení pohledávek z obchodního syku	-10	-218	-731	-1 086		
Snížení/zvýšení stavu zásob	-753	-104	-275	153		
Snížení/zvýšení závazků vůči věřitelům a ostatních závazků	1 076	1 143	1 314	-2 387		
Peněžní toky z provozní činnosti	28 263	28 021	26 821	21 149	22 849	8 684
Zaplacené úroky	-429	-432	-487	-237	-218	-101
Přijaté úroky	186	375	367	196	0	0
Přijaté dividendy	0	0	0	0	3	5
Zaplacená daň z příjmů	-3 564	-4 078	-4 859	-3 659	-2 193	-1 938
Čistý peněžní tok z provozní činnosti	24 456	23 886	21 842	17 449	21 739	20 532
Peněžní toky z investiční činnosti						
Pořízení dlouhodobého hmotného majetku	-4 770	-4 060	-4 695	-5 346	-5 526	-5 953
Pořízení dlouhodobého nehmotného majetku	-1 444	-1 594	-2 221	-2 729	0	-141
Výnosy z prodeje dlouhodobého hmotného majetku	214	74	4 586	891	224	601
Výnosy z prodeje cenných papírů	0	53	24	0	0	0
Výnosy z ukončených operací	0	0	0	0	0	0
Pořízení finančních investic	0	-176	-30	0	-13	-22
Peníze a peněžní ekvivalenty z pořízení finančních investic	0	0	107	2	0	0
Dividenda přijatá	0	2	2	5	0	0
Poskytnuté půjčky	-3 294	0	0	0	0	0
Splacené půjčky	3 253	0	0	0	0	-2
Čisté peněžní toky z investiční činnosti	-6 041	-5 701	-2 227	-7 177	-5 315	-5 517
Peněžní toky z finanční činnosti						
Čerpání úvěrů	0	0	650	0	0	0
Splacení úvěrů	0	0	-6 645	-5	0	0
Dividenda vyplacená	-14 494	-16 083	-16 080	-16 087	-12 876	-12 878
Čisté peněžní toky z finanční činnosti	-14 494	-16 083	-22 075	-16 092	-12 876	-12 878
Čisté zvýšení (snížení) stavu peněz a peněžních ekvivalentů	3 921	2 102	-2 460	-5 847	3 529	2 157
Stav PP a peněžních ekvivalentů na počátku roku	3 538	7 461	9 576	7 116	1 269	4 798
Vliv pohybu měnových kurzů	2	13	0	0	0	0
Stav PP a peněžních ekvivalentů na konci roku	7 461	9 576	7 116	1 269	4 798	6 955

Příloha 5: Výsledek regresní analýzy účetní hodnoty

Účetní hodnota (Y)	Rok (X)	LN(Y)	LN(X)	X ²
288,67	2006	5,665298272	7,603897969	4024036
270,96	2007	5,601988664	7,604396349	4028049
260,65	2008	5,563193641	7,604894481	4032064
248,94	2009	5,517223662	7,605392365	4036081
244,85	2010	5,500649461	7,605890001	4040100
229,11	2011	5,43421559	7,60638739	4044121

	J	K	L	M	N	O	P	Q	R
54	VÝSLEDEK								
55									
56	Regresní statistika								
57	Násobné R	0,98800002							
58	Hodnota spolehlivosti R	0,97614404							
59	Nastavená hodnota spolehlivosti R	0,97018005							
60	Chyba stř. hodnoty	3,62355418							
61	Pozorování	6							
62									
63	ANOVA								
64		Rozdíl	SS	MS	F	Významnost F			
65	Regrese	1	2149,049852	2149,05	163,672973	0,000215135			
66	Rezidua	4	52,5205796	13,13014					
67	Celkem	5	2201,570432						
68									
69		Koeficienty	Chyba stř. hodnoty	t Stat	Hodnota P	Dolní 95%	Horní 95%	Dolní 95,0%	Horní 95,0%
70	Hranice	22514,6833	1739,753537	12,94131	0,000205658	17684,35308	27345,01346	17684,35308	27345,01346
71	Soubor X 1	-11,0816447	0,866195125	-12,7935	0,000215135	-13,48658789	-8,67670146	-13,4865879	-8,67670146
72									

Násobné R, představuje koeficient korelace, kterým se měří závislost veličin, v našem případě je koeficient korelace 0,98, což naznačuje přímou závislost. Hodnota spolehlivosti R představuje koeficient determinace, neboli kolik procent je vysvětleno modelem, v tomto případě model vysvětluje 97,61 % variability. Nastavená hodnota spolehlivosti R, je tzv. upravený koeficient korelace, neboli adjustovaný, modifikovaný koeficient. Významnost F uvádí, jaká je celková významnost modelu, pokud je číslo menší než 0,05, model je zvolen správně. V tomto případě je hodnota Významnosti F menší než 0,05, a proto je model na 5 % hladině významnosti statisticky významný. Důležitou otázkou je, zda je koeficient beta významný, přičemž Hodnota P představuje odpověď. Pokud je hodnota P menší než 0,05, je koeficient významný a rovnice je sestavena dobře, což platí i pro tento případ.

Příloha 6: Výsledek regresní analýzy pro stanovení míry růstu zisku

Rok (X)	Čistý zisk (Y)	LN (Y)
2006	8 020	8,9897
2007	10 386	9,2482
2008	11 628	9,3612
2009	11 666	9,3644
2010	12 280	9,4157
2011	8 684	9,0692

	F	G	H	I	J	K	L	M	N
7	VÝSLEDEK								
8									
9	Regresní statistika								
10	Násobné R	0,27616238							
11	Hodnota spolehlivosti R	0,07626566							
12	Nastavená hodnota spolehlivosti R	-0,1546679							
13	Chyba stř. hodnoty	0,18791802							
14	Pozorování	6							
15									
16	ANOVA								
17		Rozdíl	SS	MS	F	Významnost F			
18	Regrese	1	0,011662154	0,01166215	0,330249326	0,596287282			
19	Rezidua	4	0,141252723	0,03531318					
20	Celkem	5	0,152914877						
21									
22		Koeficienty	Chyba stř. hodnoty	t Stat	Hodnota P	Dolní 95%	Horní 95%	Dolní 95,0%	Horní 95,0%
23	Hranice	-42,607804	90,22385677	-0,47224543	0,661362842	-293,1093893	207,893782	-293,10939	207,893782
24	Soubor X 1	0,0258149	0,044920998	0,57467323	0,596287282	-0,098905789	0,15053558	-0,0989058	0,15053558

Násobné R, představuje koeficient korelace, kterým se měří závislost veličin, v našem případě je koeficient korelace 0,27, což naznačuje, že závislost je malá. Hodnota spolehlivosti R představuje koeficient determinace, neboli kolik procent je vysvětleno modelem, v tomto případě model vysvětluje 7,62 % variability. Významnost F uvádí, jaká je celková významnost modelu, pokud je číslo menší než 0,05, model je zvolen správně. V tomto případě je hodnota Významnosti F větší než 0,05, a proto je model na 5 % hladině významnosti statisticky nevýznamný. Koeficient beta významný není, neboť Hodnota P je větší než 0,05, a proto pro stanovení míry růstu zisku jsou použity další metody.

Příloha 7: Výsledek regresní analýzy pro stanovení míry růstu cash flow

Rok (X)	Cash flow (Y)	LN (Y)
2006	24 456	10,1046
2007	23 886	10,0810
2008	21 842	9,9916
2009	17 449	9,7670
2010	21 739	9,9869
2011	20 532	9,9297

	F	G	H	I	J	K	L	M	N
52	VÝSLEDEK								
53									
54	Regresní statistika								
55	Násobné R	0,60807886							
56	Hodnota spolehlivosti R	0,3697599							
57	Nastavená hodnota spolehlivosti R	0,21219987							
58	Chyba stř. hodnoty	0,10779141							
59	Pozorování	6							
60									
61	ANOVA								
62		Rozdíl	SS	MS	F	Významnost F			
63	Regrese	1	0,027267296	0,0272673	2,346787506	0,2003033			
64	Rezidua	4	0,046475952	0,01161899					
65	Celkem	5	0,073743248						
66									
67		Koeficienty	Chyba stř. hodnoty	t Stat	Hodnota P	Dolní 95%	Horní 95%	Dolní 95,0%	Horní 95,0%
68	Hranice	89,2586815	51,75318968	1,72469914	0,159669611	-54,43120865	232,948572	-54,431209	232,948572
69	Soubor X 1	-0,0394732	0,025767075	-1,53192281	0,2003033	-0,111014041	0,0320677	-0,111014	0,0320677

Násobné R, představuje koeficient korelace, kterým se měří závislost veličin, v našem případě je koeficient korelace 0,61, což naznačuje, že závislost není přímá. Hodnota spolehlivosti R představuje koeficient determinace, neboli kolik procent je vysvětleno modelem, v tomto případě model vysvětluje 36,97 % variability. Významnost F uvádí, jaká je celková významnost modelu, pokud je číslo menší než 0,05, model je zvolen správně. V tomto případě je hodnota Významnosti F větší než 0,05, a proto je model na 5 % hladině významnosti statisticky nevýznamný. Koeficient beta významný není, neboť Hodnota P je větší než 0,05, a proto pro stanovení míry růstu Cash Flow jsou použity další metody.

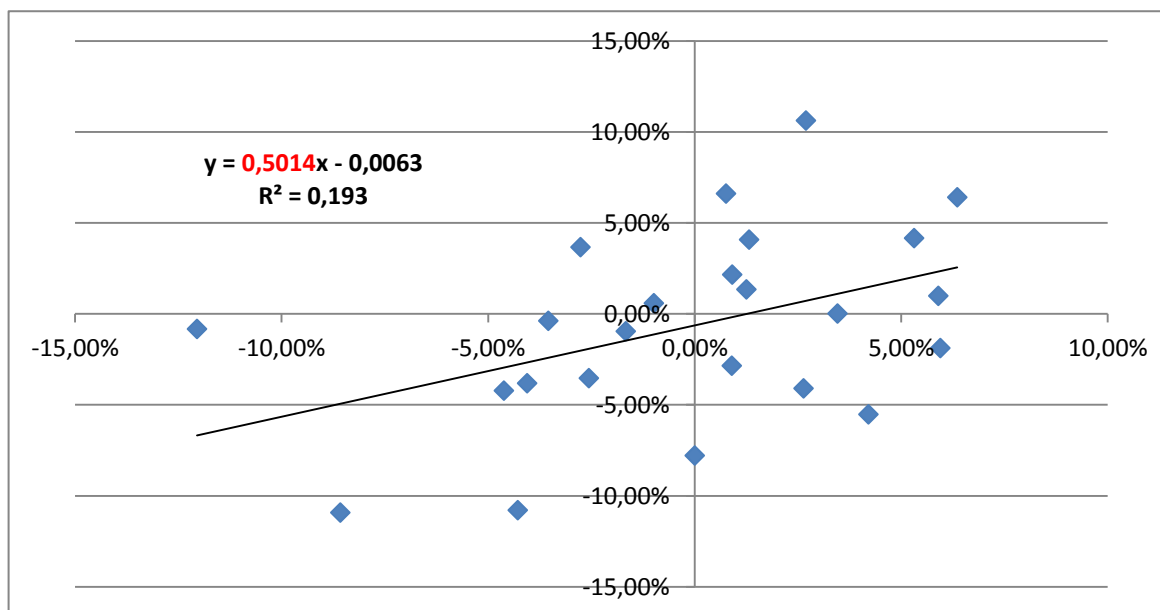
Příloha 8: Bezriziková sazba a vývoj trhu

Období	Hodnota PX	Výnosnost indexu PX	Období	Hodnota PX	Výnosnost indexu PX
06/07	1859,1	-	01/10	1176,7	5,23%
07/07	1789,8	-3,73%	02/10	1138,7	-3,23%
08/07	1789,3	-0,03%	03/10	1196,8	5,10%
09/07	1816,3	1,51%	04/10	1276	6,62%
10/07	1908,3	5,07%	05/10	1176,8	-7,77%
11/07	1774,1	-7,03%	06/10	1103,9	-6,19%
12/07	1815,1	2,31%	07/10	1174,6	6,40%
01/08	1499,6	-17,38%	08/10	1141,1	-2,85%
02/08	1566	4,43%	09/10	1131,6	-0,83%
03/08	1551,9	-0,90%	10/10	1156	2,16%
04/08	1609,8	3,73%	11/10	1107,2	-4,22%
05/08	1685	4,67%	12/10	1224,8	10,62%
06/08	1483,5	-11,96%	01/11	1236,9	0,99%
07/08	1471,8	-0,79%	02/11	1244,1	0,58%
08/08	1478,2	0,43%	03/11	1260,8	1,34%
09/08	1204,7	-18,50%	04/11	1261	0,02%
10/08	877,9	-27,13%	05/11	1248,9	-0,96%
11/08	863,2	-1,67%	06/11	1225,4	-1,88%
12/08	858,2	-0,58%	07/11	1175,2	-4,10%
01/09	774,2	-9,79%	08/11	1048,4	-10,79%
02/09	640,9	-17,22%	09/11	933,9	-10,92%
03/09	749,7	16,98%	10/11	930,3	-0,39%
04/09	880,6	17,46%	11/11	878,9	-5,53%
05/09	864,6	-1,82%	12/11	911,1	3,66%
06/09	898,2	3,89%	01/12	971,3	6,61%
07/09	1065,8	18,66%	02/12	1011,7	4,16%
08/09	1162,2	9,04%	03/12	973,1	-3,82%
09/09	1157,1	-0,44%	04/12	938,7	-3,54%
10/09	1141,4	-1,36%	05/12	865,6	-7,79%
11/09	1116,5	-2,18%	06/12	900,9	4,08%
12/09	1118,2	0,15%	Průměr		-0,86%

Výnos 5-letých státních dluhopisů
2,29%
2,31%
1,96%
1,88%
1,96%
2,33%
2,49%
2,26%
2,34%
2,24%
2,12%
2,06%
2,00%
2,17%

Příloha 9: Beta koeficient

Období	Hodnota akcie	Výnosnost akcie	Hodnota PX	Výnosnost indexu PX
06/10	409	-	1103,9	-
07/10	435	6,36%	1174,6	6,40%
08/10	438,9	0,90%	1141,1	-2,85%
09/10	386	-12,05%	1131,6	-0,83%
10/10	389,5	0,91%	1156	2,16%
11/10	371,5	-4,62%	1107,2	-4,22%
12/10	381,5	2,69%	1224,8	10,62%
01/11	404	5,90%	1236,9	0,99%
02/11	400	-0,99%	1244,1	0,58%
03/11	405	1,25%	1260,8	1,34%
04/11	419	3,46%	1261	0,02%
05/11	412	-1,67%	1248,9	-0,96%
06/11	436,5	5,95%	1225,4	-1,88%
07/11	448	2,63%	1175,2	-4,10%
08/11	428,8	-4,29%	1048,4	-10,79%
09/11	392	-8,58%	933,9	-10,92%
10/11	378,1	-3,55%	930,3	-0,39%
11/11	394	4,21%	878,9	-5,53%
12/11	383,1	-2,77%	911,1	3,66%
01/12	386	0,76%	971,3	6,61%
02/12	406,5	5,31%	1011,7	4,16%
03/12	390	-4,06%	973,1	-3,82%
04/12	380	-2,56%	938,7	-3,54%
05/12	380	0,00%	865,6	-7,79%
06/12	385	1,32%	900,9	4,08%



Příloha 10: Stanovení nákladů na vlastní kapitál

Stavebnicové modely se využívají v ekonomice s nedokonalým finančním trhem ke stanovení nákladů vlastního kapitálu. Vlastní kapitál se určí jako součet výnosnosti bezrizikového aktiva a rizikových premií, které se zjistí z účetních dat.

$$R_E = \frac{WACC_U \cdot \frac{UZ}{A} - (1-t) \cdot \frac{\dot{U}}{BU + OBL} \cdot \left(\frac{UZ}{A} - \frac{VK}{A} \right)}{\frac{VK}{A}}$$

Bezriziková sazba	2,17%
UZ (v mil. Kč)	75 453
Výsledná přírážka R_{LA}	0%
EBIT/A	0,1139
UZ/A	0,848
U/(BU+OBL)	0,0732
X1	0,0621
Výsledná přírážka $R_{podnikatelská}$	2,01%
Celková likvidita	1,1913
XL_1	1
XL_2	2,5
Výsledná přírážka $R_{fin.stab.}$	7,61%
$WACC_U$	11,79%
WACC	9,89%
R_E	12,04%

Výpočet jednotlivých rizikových přírážek vychází z finanční analýzy podnikové sféry za rok 2011, Dostupné z <http://www.mpo.cz/dokument102021.html>.